

國立臺灣大學法律學院法律學研究所

碩士論文

Department of Law

College of Law

National Taiwan University

Master's Thesis



論我國股份有限公司股東會與董事會之權限劃分——

以專屬權限為中心

Research on the Allocation of Powers between Shareholders'

Meeting and Board of Directors under Taiwan's Companies

Limited by Shares: Centered on the Exclusive Powers

盧睿歆

Jui-Hsin Lu

指導教授：曾宛如 博士

Advisor: Wang-Ruu Tseng, Ph.D.

中華民國 113 年 6 月

June 2024

國立臺灣大學碩士學位論文
口試委員會審定書

論我國股份有限公司股東會與董事會之權限劃分——

以專屬權限為中心

Research on the Allocation of Powers between Shareholders' Meeting
and Board of Directors under Taiwan's Companies Limited by Shares:
Centered on the Exclusive Powers

本論文係盧睿歆君（學號 R10A21113）在國立臺灣大學法律
學系完成之碩士學位論文，於民國113年3月6日承下列考試委員
審查通過及口試及格，特此證明

指導教授：

曾 宏 如

口試委員：

林玉平
陳立白
曾 宏 如

謝辭



這世上最不缺的就是一本新的論文問世。

在這個碩士論文多如繁星的時代，寫一本碩士論文簡直像在罐頭工廠裡，沒日沒夜地試圖做出一個完美的鳳梨罐頭一樣。再怎麼製作、調味精良的罐頭，終究只是罐頭。起碼我的例子是這樣，從渴望創作出某種帶有永恆性的事物，後來有些失望地發現自己的使命是攪拌好醃漬過後的鳳梨乾、砂糖與醋，貼上漂亮的包裝，最後與無數同類一起通過輸送帶，送到一個鳳梨罐頭乏人問津的世界。

所謂的平凡的人大就是那麼回事吧。寫碩士論文就是身為一個平凡的人，為擺脫庸俗而作的負隅頑抗。

當然，把論文撰寫比作為罐頭製作似乎有點太妄自菲薄、也過於不尊重那些促成此作誕生的人了。如果可以，我希望世人把這 200 多頁的文字組合視作是一部作品，而非一本單純、直觀的論文，或甚至是一個罐頭。無論如何，這本論文是一個我投注了無數心血、集結無數不同生命與靈魂的事物，謝辭的目的正是萃取出這些對本文傾注靈魂的實質作者，同時也為聊表我的感激之情。

* * *

感謝我的指導教授——曾宛如老師。我記得曾老師在同意指導的第一天時就提醒我：「遇到瓶頸要盡量自己想辦法解決，那正是寫一本碩士論文要培養的技能。」之前聽多了身邊的人撰寫碩士論文的過程，很大一部份都是教授給什麼他們就做什麼，內容也是既有研究稍改參數後的推論與結果，還要定期 meeting 避免研究步調錯亂。一開始我滿憂慮自己程度不夠、進而導致研究偏題；後來才意識到這種精神帶給我的不僅是「獨立自主」的研究技能，更重要的是一種學術創作的「自由性」。撰寫論文的過程中，我真正體會到一種之於所有文字創作者——

小說家、文學家、研究工作者——都夢寐以求的狀態，那就是創作上的自由。我非常享受這段寫論文的時光，能夠想寫什麼就寫什麼，不用為了迎合什麼而桎梏自己的想像。曾老師也讓我在極盡發展個人性的觀點與推論之際備感尊重。舉例而言，曾老師針對我的某個論點常會出現類似「這裡我不同意……」——而非「這裡刪掉」的回饋，這帶給我最大的感受就是我是受到尊重而立基於平等地位的。當然，除了賦予我極大的創作自由之外，曾老師對於我論文的建議與靈感誘發都彌足珍貴。或許很多人講過了，但曾老師的智識與才情是真的相當令人折服，簡直像是看慣明信片上的名勝風景後親臨此地那樣的感覺。總之，我非常感謝曾老師對我的栽培，或許有一天，我能真正意義的對於法學與社會有所貢獻，我會永遠記得這裡是個起點。

感謝我的口試委員：楊岳平老師與陳彥良老師。楊老師早在口試前一年的種子論壇課程上給予我能夠填滿一整個動物園那麼多的研究建議。關於那次種子論壇報告自己論文的經驗我至今仍記憶猶新，如果學術討論也存在所謂的擊潰的話，我就是個教科書上解釋何謂被擊潰的經典案例。這讓我想起一個有趣的小插曲，曾老師曾在導生宴上問我有沒有建議的口試委員人選，我用著像是倉鼠一般細微的聲音說：那可不可以不要找楊老師？幾乎像是理所當然的，楊老師旋即成為我的口試委員。那次的擊潰終究是存在意義的，楊老師那時的評論與建議，事後看來幾乎全部都是本文的關鍵所在。出乎意料地，楊老師在往後的論文口試與信件交流中給予本論文充分的肯定。那艘早在 100 年前就沉沒到大西洋深處的鐵達尼號已然衝破死寂而冰冷的海水，朝著月亮駛去，我當下如此覺得。無論如何，我非常感謝楊老師，要不是您，我大概還繼續沉睡在那種自我認知為天才的荒唐的夢裡面、自命不凡地存活在這世上吧。另外，也感謝陳老師在那麼冷的天氣中大老遠地來參與我的口試。您給予的回饋相當豐富，讓我一時之間無法透徹領悟，但事後仔細思索仍感受用無窮。

感謝我的父母，讓我能夠在對生活問題毫無顧慮下，盡情創作我的論文與開展我的人生，如同 Virginia Woolf 得以擁有自己的房間與金錢一樣。自大學以來，我一直都是想做什麼就做什麼、想什麼時後回南部就什麼時後回南部；研究所之後，這種恣意更加「猖獗」。我經常跑酒吧，花很多的錢在看電影和其他娛樂上，也時常不分輕重緩急的貫徹自己的價值。我很感謝你們，純粹意義的接納與支持我。沒有要求、沒有附帶條件，宛若純粹的我的存在就值得被愛。此外，你們也對這本論文存在真正意義的貢獻力。我們經常在討論寫論文的技巧、如何行文才能在自我價值與現實瓶頸之間取得平衡。我們甚至會鉅細靡遺地討論有關我論文的細節——例如股東地位的思考與董事會專屬權限的正當性。在與你們的對話中，我都在極盡思索要如何淺白、精闢地闡述我的觀點，讓我的論文不再桎梏於自己的封閉世界。「無法把自我轉換為語言並如實地傳達給世界，等於不存在。」我如此堅信著。回想那段在南部撰寫論文的時光，早上起來泡一杯咖啡、中午吃我媽煮的菜、下午健身、晚上吃飯時跟我爸討論棒球作弊的定義與界限為何、半夜思索著今天都做了些什麼，最後在無意識間沉到那個無重力、無邊際的世界。這樣的時光彷彿悵然若失的夢，以無法掌控的速率幻化成記憶。

感謝我的 Homies，Vincent、約翰·氣伏塔、顆粒感、蛋餅、漢堡、白頭翁、蟾蜍。我們共同存活的那個年代如同終將消逝的文明一樣，細節逐漸斑駁，最終連主幹都會沉到古老的地層裡面去。我希望有時聚在一起時，我們還能從中挖掘出一些遺跡似的事物。

感謝我大學與研究所結交的知己，Bruce、Aimee、Mingting、Austin、Anita、Jack；還有其他共度不同時光的人們。我的青春歲月泰半在這裡度過。我最慶幸的是在這裡發生的一切未如殞落的年輕生命般戛然而止。『搖滾樂般的瘋狂起始，爵士樂般的輕輕沉寂。』

感謝我的其他好友，就不一一列舉了。

感謝 Kiki。我越想細緻地描繪妳的存在，文字就越淪於煽情而空洞的抒情詩。每個角落都有妳的影子，作品、生活、打著呵欠的午後與悶熱的夜晚。「你好棒噢！」是妳最常對我說的一句話，可能比早安、晚安、還好嗎加起來都還要多。「你好棒噢，你好棒噢，你好棒噢……」簡直就像是一首真誠而雋永的抒情詩嘛。「我或許可以在你的謝辭裡佔有一點點點點的版面噢。」妳說。

好吧，確實是一點點點點，但那是因為我怎麼寫都覺得矯情，因此我把真摯的語言存放到一個屬於妳我的世界裡，Kiki Land。

* * *

四月的某一天，我與新認識的朋友聊起村上春樹的《挪威的森林》。這是他最喜歡的村上春樹的作品，而我最喜歡的是《聽風的歌》。

「我打賭你應該很喜歡小林綠。」

「嗯……小林綠這個角色是不可能存在這世上的。就算存在，也不可能像小說中描述的那樣，一定有其他讓人無忍受的特質是被刻意忽略的。」

「我也覺得，但這就是小說存在的意義吧。」

我想起我的論文。

嗯，或許是吧。一本實現了夢想、也存在夢想裡的論文。

盧睿歆 水源BOT

2024/4/26 23:43

中文摘要



股東會與董事會之權限劃分乃公司法制永恆之課題。我國之權限劃分政策長期以來均混沌不明，本文之目的乃解決我國公司法制現存之爭議，包含各機關之專屬權限範圍、權限分配之特殊情況與股東提案權之相關問題。實則，釐清我國最上位之權限劃分政策始為正本清源之道，蓋舉凡各制度之解釋論、商業實務運作之容許性均繫諸於政策上採擇之路徑。藉由回顧我國現有制度與相關文獻、比較法之借鏡與評析，本文期能重塑我國權限劃分法制，並提供其更妥適之政策路徑與配套措施。

首先，本文概述我國權限劃分法制之現狀與疑難。我國公司法第 202 條固然將業務經營之權限廣泛授予董事會，惟爭議並不因此止息。相反地，修法趨勢雖可見我國愈發重視董事會之功能與地位，惟規範文義存在之曖昧空間對董事會優位主義之「勝利」提出質疑。種種疑難均指向「董事會專屬權限」，其範圍之劃定亦有助於釐清我國之權限劃分政策。此外，爭議亦萌生於「權限分配之特殊情況」與「股東提案權之範圍」，本文指明：該等爭議實際上均源於我國權限劃分政策之不明所致。

綜合相關文獻與比較法之經驗，本文主張第 202 條之文義應作適度之調整，且第 202 條與第 193 條間之衝突可透過「股東會至上理念之揚棄」予以解套。與此同時，我國法制之其他爭議亦得因此獲得適當之解釋與結論；次之，無論世界各國均容許小型企業自行安排內部之權限劃分，鑑於小型企業之特徵與較低之管制必要性，本文呼籲我國正視非公開發行公司之治理需求，並破除董事會專屬權限之存在。

「公開發行公司」中股東會與董事會之「專屬權限」厥為本文之研究核心。藉由若干不同之論證模式，本文提出個人淺見：我國宜比照英國法路徑，採取「無

董事會專屬權限」之立場。其一，藉由美國本土發生之股東賦權論辯，本文以此為借鏡評析英美法路徑之優劣之處，最終主張美國式的「法定董事會優位主義」缺乏有力論據，英國法之「自治」精神洵屬較為適宜之政策選擇；其二，透過權限分配規範「強行化」之反思，本文主張我國法明文應經股東會決議之事項均有強行化之必要——除董事報酬之決定與盈餘分派之決定，惟明文應經董事會決議之事項卻未必如此，似解釋為「預設規定」為宜；其三，本文個別性地針對特定事項進行分析，探究其是否應專屬於特定機關。本文主張「董事報酬之決定」、「盈餘分派之決定」並不具有專屬於股東會之必要性與正當性，惟亦無須賦予董事會專屬地位，由企業自行擇定決定機關屬較為適宜之路徑；於個別分析「經理人之任免與報酬事宜」、「發行新股」、「共享權限事項之提案權」後，本文主張「發行新股」權限並無專屬於董事會之正當性。現階段若欲就「經理人之任免與報酬事宜」與「共享權限事項之提案權」破除董事會之專屬地位則仍有困難，惟若未來相關見解發展成熟、配套措施得以改善，或有採納餘地。

最後，為因應採取英國法路徑之潛在疑慮，本文建議以「表決權行使之衡平界限」應對「少數股東保障」之困境，尤應以後階段之「權限行使」為審查重心，以免損及英國法之精神；此外，本文主張藉由「董事會之資訊揭露」、「機構投資人功能之重視」與「股東提案權制度之改革與救濟」作為「強化股東會功能」之對策，期能為英國法路徑建構更完善之法制背景。

關鍵字：董事會優位主義、董事會專屬權限、股東會專屬權限、功能優勢、章程、機構投資人、少數股東之保障

ABSTRACT



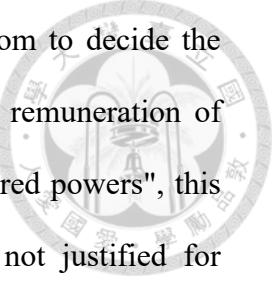
The allocation of powers between shareholders' meeting and board of directors is an eternal issue in corporate law. Taiwan's policy regarding the allocation of powers has long been ambiguous. The purpose of this thesis is to resolve the existing disputes over our corporate legal system, including issues related to the exclusive powers of shareholders' meeting and board of directors, abnormal cases, and shareholder proposal rights. In fact, it's essential to clarify the top-level policy on the allocation of powers as interpretations of various articles and permissibility in business practices are contingent on the chosen policy. By reviewing Taiwan's current system, relevant literature, and drawing comparisons with other legal systems, this thesis aims to reshape the Taiwan's legal framework of the allocation of powers and provide a more appropriate policy and corresponding measures.

This thesis begins by overviewing the current state and disputes over Taiwan's legal framework of the allocaton of powers. While Article 202 of Taiwan's Corporate Law broadly delegates business decision-making powers to board of directors, disputes persist. Although trends in legal amendments suggest a growing emphasis on the functions and role of the board of directors, the ambiguity in its interpretation casts doubts on the victory of director-primacy view. Most questions relate to the "exclusive powers of the board of directors," and defining its scope contributes to clarifying Taiwan's policy. Disputes also arise in "abnormal cases of power allocation" and "the scope of shareholder proposal rights", originating from the lack of clarity in our policy.

Based on relevant literature and experiences from comparative legal systems,

this thesis suggests that the interpretation of Article 202 should be moderately adjusted, and conflicts between Article 202 and 193 can be resolved by abandoning the "shareholder primacy" view. Simultaneously, other disputes over our legal system can gain appropriate interpretations and conclusions. Moreover, countries around the world allow small companies to arrange their powers of allocation. Given the characteristics of small companies and the lower necessity for regulation, this thesis calls on Taiwan to address the governance needs of non-public companies and to eliminate exclusive powers of the board of directors.

The "exclusive powers" of shareholders and directors in public companies serves as the core of this thesis. Through various aspects, this thesis suggests that Taiwan should follow the U.K. approach, embracing the model which "no directors' exclusive power" exists. Firstly, by reviewing the "shareholder empowerment" debate in the U.S., this thesis evaluates the merits and demerits of the U.S. and the U.K. model, ultimately asserting that the U.S. "statutory director primacy approach" lacks strong foundations, and the spirit of "autonomy" of the U.K. model is more suitable for Taiwan; Secondly, through reflecting on the "mandatory" nature of regulations of power allocation, this thesis claims that matters requiring the approval of shareholder's meeting according to the statutes should be mandatory—except for decisions on directors' remuneration and dividends. On the other hand, matters requiring board's resolution based on the statutes seems more appropriate to be interpreted as "default rules"; Thirdly, this thesis individually analyzes specific issues to determine if they should be exclusive to specific organs. It asserts that decisions on "directors' remuneration" and "dividends" aren't necessarily exclusive to shareholder's meeting, nor do they essentially fall into the hand of board of directors.



Instead, it's more appropriate to provide companies with the freedom to decide the decision-making organ. For specific analyses of "appointment and remuneration of executives", "issuing new shares", and "the proposal right for shared powers", this thesis contends that the exclusivity of the directors' position is not justified for "issuing new shares." Although eliminating the exclusive position of the directors is challenging for "appointment and remuneration of executives" and "proposal right for shared powers" at this stage, there might be room for adoption in the future if related opinions are mature enough and corresponding measures are improved.

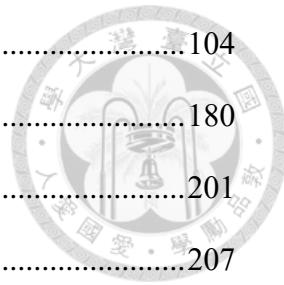
Finally, to address potential concerns arising from the U.K. model, this thesis suggests dealing with the "protection of minority shareholders" issue by "substantial boundaries and limits for shareholders voting", especially focusing on the review of the later stage—"exercise of powers" to prevent compromising the spirit of the U.K. model. Additionally, improving the functions of shareholders' meeting could be achieved through approaches such as "disclosure of information from the directors", "emphasis on the functions of institutional investor", and "the reform and remedies of shareholder's proposal rights." The aim is to construct a more comprehensive legal background for adopting the U.K. model.

KEYWORDS: *Director Primacy, Directors' Exclusive Powers, Shareholders' Exclusive Powers, Functional Advantage, Article of Association, Institutional Investors, Protection of Minority Shareholders*

簡目



謝辭	I
中文摘要	V
ABSTRACT	VII
簡目	X
詳目	XII
第一章 緒論	1
第一節 研究動機與目的	1
第二節 研究方法及範圍	2
第三節 研究架構	3
第二章 我國法股東會與董事會權限劃分之現狀	5
第一節 我國法制之概說	5
第二節 各機關之專屬權限	10
第三節 權限劃分下之特殊情況	21
第四節 股東提案權與權限劃分之互動	31
第五節 小結	39
第三章 比較法之借鏡	40
第一節 概說	40
第二節 美國法制	42
第三節 英國法制	70
第四節 小結——美國法與英國法之綜合比較	84
第四章 我國法股東會與董事會權限劃分之維新	87
第一節 現行法之釋疑	87
第二節 非公開發行公司之路徑	96

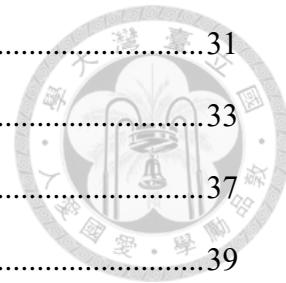


第三節 公開發行公司機關專屬權限之重塑.....	104
第四節 我國法之展望——英國法路徑之配套措施.....	180
第五章 結論	201
參考文獻.....	207

詳目



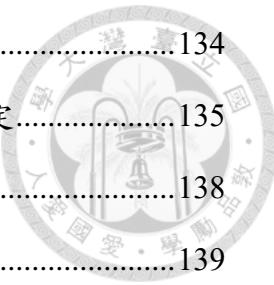
謝辭	I
中文摘要	V
ABSTRACT	VII
簡目	X
詳目	XII
第一章 緒論	1
第一節 研究動機與目的	1
第二節 研究方法及範圍	2
第三節 研究架構	3
第二章 我國法股東會與董事會權限劃分之現狀	5
第一節 我國法制之概說	5
第二節 各機關之專屬權限	10
第一項 股東會專屬權限	11
第一款 實務見解	11
第二款 學說見解	13
第二項 董事會專屬權限	15
第一款 實務見解	15
第二款 學說見解	19
第三節 權限劃分下之特殊情況	21
第一項 股東會逾越權限作成決議	22
第二項 股東會追認董事會之議案——以東南水泥案為例	25
第三項 故意併購防禦措施之權限歸屬	27
第四節 股東提案權與權限劃分之互動	31



第一項 股東提案權之概述.....	31
第二項 非股東會所得決議之解釋.....	33
第三項 與權限劃分之關聯.....	37
第五節 小結.....	39
第三章 比較法之借鏡	40
第一節 概說.....	40
第二節 美國法制.....	42
第一項 董事會之權限.....	42
第二項 股東會之權限.....	44
第一款 選任及解任董事.....	44
第二款 公司章程及辦事細則之修訂.....	44
第三款 公司基本變更事項之決定權.....	45
第三項 董事會之專屬權限.....	47
第一款 股東提案權之範圍.....	47
第二款 辦事細則之界限.....	52
第三款 敵意併購防禦措施.....	58
第四項 美國之大小公司治理分流——以權限劃分為中心.....	62
第一款 概說——美國法下「大小分流」之演進.....	62
第二款 董事會專屬權限之大小分流——以股東協議為例.....	64
第三款 小結.....	70
第三節 英國法制.....	70
第一項 董事會之權限.....	70
第二項 股東會之權限.....	72
第三項 董事會之專屬權限.....	74
第四項 權限分配之演進——股東會至上之揚棄	75



第五項 股東提案權規範.....	81
第一款 股東提案權.....	81
第二款 股東陳述權.....	82
第三款 股東議題提出權.....	83
第四節 小結——美國法與英國法之綜合比較.....	84
第四章 我國法股東會與董事會權限劃分之維新.....	87
第一節 現行法之釋疑.....	87
第一項 概說.....	87
第二項 第202條之「公司業務之執行」.....	88
第三項 第193條與第202條之衝突——股東會至上之揚棄.....	92
第二節 非公開發行公司之路徑.....	96
第一項 大小公司治理分流.....	96
第二項 比較法之啟示與本文見解.....	99
第三項 小結.....	103
第三節 公開發行公司機關專屬權限之重塑.....	104
第一項 概說——英美法路徑之取捨.....	104
第二項 借鏡——美國法股東主動權之論辯.....	105
第三項 本文見解.....	111
第一款 公司組織理論之省思.....	112
第二款 功能優勢與法定董事會優位主義之關聯性.....	114
第三款 股東利益分歧與投機主義——兼論股東行動主義.....	120
第四款 股東主動權治理模式之絕跡與辯證.....	127
第五款 股東主動權之迷思——兼論「董事會隔離」之消弭....	130
第六款 總結——英國法路徑與我國之兼容性.....	131
第四項 權限分配規範強行化之反思.....	134



第一款 概說.....	134
第二款 公司契約論之修正與公司法中之強行規定.....	135
第三款 權限分配規範強行化之論據.....	138
第四款 本文見解與反思.....	139
第五項 再探我國法股東會之專屬權限.....	143
第一款 概說與法理基礎.....	143
第二款 董事報酬之決定.....	146
第三款 盈餘分派之決定.....	155
第六項 再探我國法之董事會專屬權限.....	160
第一款 概說——全然破除董事會專屬權限之正當性.....	160
第二款 經理人之任免與報酬.....	166
第三款 發行新股.....	170
第四款 共享權限事項之「提案權」.....	175
第七項 小結.....	179
第四節 我國法之展望——英國法路徑之配套措施.....	180
第一項 概說.....	180
第二項 控制股東濫權之防免與少數股東權益之保障.....	181
第一款 表決權迴避制度之缺失與反思.....	181
第二款 控制股東受任人義務之可行性.....	183
第三款 表決權行使之衡平界限——以「權限行使」為中心....	186
第三項 股東會功能之強化.....	189
第一款 董事會之資訊揭露.....	189
第二款 機構投資人之角色與功能.....	192
第三款 股東提案權制度之改革與救濟.....	196
第四項 小結.....	199

第五章 結論	201
參考文獻	207





第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

長久以來，我國公司法制在權限劃分上並未劃定明確立場，故「股東乃公司所有者」、「董事乃股東之代理人」等觀念儼然主導了權限劃分政策之走向。惟於2001年，公司法第202條之修正揭示著新時代之來臨，「董事會優位主義」、「經營與所有分離」等概念逐漸瓦解過去既有觀念之版圖，學界與實務界多以本條作為我國採擇「董事會優位主義」之明證。

誠然，公司法第202條之修法趨勢頗有強化董事會權限之意味，大型公開發行公司在實質層面上由董事會掌權亦為大勢所趨，惟此是否得以說明我國法制已然採取法定之董事會優位主義？姑且不論公司法第202條之文義相當曖昧，企業似有透過章程「偏離董事會中心」之空間；比較法路徑之歧異性亦說明採取美國式的法定董事會優位主義並非自明之理，由此催生了本文的第一個研究動機：我國最上位之權限劃分政策理應為何？果有必要以美國法馬首是瞻嗎？

次之，在股東權利意識高漲、股東行動主義崛起之時代，股東得否透過章程或其他管道干預董事會之經營、或甚至將屬於董事會之權限事項收歸於己？該等問題均指向「董事會專屬權限」之範圍。申言之，法制上是否存在應「專屬」於董事會之權責而不容股東以任何方式干預？此問題可呈現於、但不限於公司法第202條「章程分派權限於股東會」之界限爭議，若屬董事會專屬權限之範疇，即不得透過章程劃歸股東會。

以2015年日月光敵意併購矽品為例，矽品公司董事會面對日月光之敵意併購之際，祭出「引進白馬騎士」之防禦措施——與鴻海公司簽訂股份交換契約。

由於經營階層面臨敵意併購時存在潛在之利益衝突，故防禦措施之權限歸由股東會實有一定正當性，惟我國公司法 156 條之 3 明文將股份交換之權限授予董事會。爭議由是而生，若矽品公司之股東會著眼於其董事會可能無法公正客觀地謀求公司最大利益，故意欲透過修改章程將涉及敵意併購防禦措施之股份交換權限收歸於己，是否適法？據我國實務與主流見解，應非適法，蓋「股份交換」之權限歸屬業已明定於公司法條文之中，此等權限「專屬」於董事會。

此觀點頗啟人疑竇，何以法理上由股東會決策頗有正當性的敵意併購防禦措施，徒因「股份交換」之權限歸屬明定於公司法，即生股東會無以干預之結論？以「法規明定之事項」作為劃定標準在特定情形是否可能產生失衡的現象？尤有甚者，在企業需求因人而異之下，果若有董事會專屬權限存在之必要性嗎？循此，本文第二個核心目標厥為釐清我國法之董事會專屬權限範圍。同時，董事會專屬權限愈廣泛，代表法制上愈傾向強制企業採擇董事會優位主義，故董事會專屬權限之探究實亦與我國權限劃分之政策密不可分。

第二節 研究方法及範圍

本文於研究方法上採擇「文獻整理分析」、「比較法分析研究」、「案例回顧分析」。於文獻整理分析，鑑於權限劃分議題之重要性與我國政策向來混沌不明，相關文獻可謂汗牛充棟。本文欲從中爬梳各論者之思想精髓，以利於依據我國法制背景與國情形成個人淺見；於比較法分析研究，本文採擇美國法與英國法作為借鏡對象。鑑於我國公司法制近年來多受美國法薰陶，權限劃分法制尤為如此，故擇定美國法作為比較基礎頗有實益。本文尚以英國法作為另一比較對象，肇因於其權限劃分規範之文義與美國有類似之處，且均屬英美法系國家，惟「核心精神」卻大相逕庭，此等差異性之基礎根源恰可作為我國釐清權限劃分政策之依據；於案例回顧分析，一如學術界之現象，我國司法實務長久以來均未能針對權限劃

分政策闡釋明確的規範邏輯，諸多見解似亦隱含著較為陳舊而不合時宜之觀點。

本文欲透過回顧我國過往之實務案例，探究司法實務如何形塑我國現行法制，並融入學術文獻與比較法之精神，期能建構更加妥適之權限劃分政策。

本文於研究範圍上聚焦於「股份有限公司」中之「股東會」與「董事會」之權限劃分，尤以「董事會專屬權限」為重。以「股份有限公司」為研究中心係因其包含規模較大、經營與所有較為分離之大型企業，此頗有探究「權限劃分」之必要。相對而言，有限公司、無限公司等經營與所有相對結合之小型企業範疇，在股東與經營階層高度重疊之情形下，較無探究權限劃分法制之必要性；次之，本文將研究範疇限於「股東會」與「董事會」之權限劃分，「監察人」並不在範疇之內。此係由於在權限劃分議題上，股東會與董事會之權限互動毋寧更顯迫切，且監察人制度在上市櫃公司全面採行單軌制下影響力漸趨衰弱，故將之排除，避免本文重點失焦；此外，本文所述之權限劃分議題專指公司為業務決策之「決定權」（決議權）與「提案權」，其餘公司法明文之權限——諸如少數股東之股東會召集權、董事會備置財務報表與議事手冊等權限，並不在本文討論範疇，蓋渠等對於兩機關之權限互動並無實質影響；最後，以「董事會專屬權限」為研究核心除源於其影響公司法第 202 條之解釋甚鉅，亦由於無論依多數觀點抑或是各國法制，「股東會專屬權限」之範圍均未有太大爭議——除董事報酬決定與盈餘分派決定之外，惟各國對於董事會專屬權限之態度卻似有雲泥之別，饒富趣味。

第三節 研究架構

本文分為五章。第一章為緒論，內容包含研究目的與動機、研究方法與範圍及研究架構，期以精簡之論述提供讀者概要式的導覽；第二章為我國股東會與董事會權限劃分之現狀。本文於此部勾勒出我國既有法制之圖像，同時彙整現有法制之待解爭議，並透過回顧司法實務與學術文獻爬梳可能之解決之道；第三章為

比較法之借鏡。本章首先述及美國法之權限劃分政策區分大小公司，針對大型公司之政策乃綜觀全球絕無僅有之極端「董事會優位主義」，小型公司則聽任企業自治。本文接續探討同為英美法系、但法制政策截然有異之英國法制，其無論對於私人公司或是公眾公司，理論上均秉持權限劃分聽任章程自治之精神；第四章為本文見解。本章融合我國與外國學術文獻之精髓、研究比較法所得之啟示，試圖重新建構我國權限劃分之政策。本文最終認為英國法或係我國擇定立場時最適當之借鏡對象，其所引發之擔憂雖均有所據，惟皆得循一定解釋或配套措施予以緩和，故仍有參考價值。第五章為結論。



第二章 我國法股東會與董事會權限劃分之現狀

第一節 我國法制之概說

依我國公司法涉及股東會之相關規範，可歸納出股東會之權限主要有三者：

一、聽取報告之權限；二、查核董事會造具之會計表冊與監察人報告之權限（承認權）；三、決議權（表決權）¹。相對而言，董事會之權限則主要為「決議權」。

本文所欲探討之權限劃分主要涉及兩機關間「決議權」之劃分²，合先敘明。

我國股東會與董事會「決議權」之權限劃分基本有兩種規範模式：先以「列舉方式」將涉及各種事項之權限在公司法中明文規定歸由某一機關決定；後就「法令」與「章程」未有權限劃分之明文時，以「概括授權」之方式將權限賦予董事會。簡言之，股東會與董事會之權限劃分，係以「章程」與「法令」為準，依法令又可分為係依照「列舉規定」或「概括授權」之方式取得權限。

我國公司法所列舉應經股東會決議之事項³，茲以下表呈現：

條項	權限事項	決議類型
第 13 條第 1 項第 3 款	公開發行公司轉投資總額不受本公司實收股本百分之四十之限制	特別決議
第 156 條之 1 條第 1 項	非公開發行公司由票面金額股轉換為無票	特別決議

¹ 劉連煜，現代公司法，增訂 13 版，頁 161-162 (2018 年)。

² 須說明者為論者有認為「決議權」與「決定權」可分開視之，無決定權之機關亦得享有決議權。參照：邵慶平，論股東會與董事會之權限分配——近年來公司法修正之反思，東吳法律學報，17 卷 3 期，頁 149-150 (2006 年)。惟本文認為決議權應與決定權相結合，亦即某權限事項之最終決策權限。

³ 此表僅列舉「公司法」明文應經股東會決議之事項。除此之外，我國證券交易法另有列舉若干權限事項應由股東會決議通過，例如第 43 條之 6 第 1 項規範：「公開發行股票之公司，得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意，對左列之人進行有價證券之私募，不受第二十八條之一、第一百三十九條第二項及公司法第二百六十七條第一項至第三項規定之限制：一、銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或其他經主管機關核准之法人或機構；二、符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金；三、該公司或其關係企業之董事、監察人及經理人。」

	面金額股	普通決議
第 156 條之 2 第 1 項	申請停止公開發行	特別決議
第 168 條第 1 項	減資（實質減資）	普通決議
第 168 條第 2 項	減資退還之財產與抵充之數額	普通決議
第 168 條之 1 條第 1 項	為彌補虧損所為之減資（形式減資）	普通決議
第 184 條第 1 項	盈餘分派或虧損撥補	普通決議
第 185 條第 1 項各款	公司重大營業行為	特別決議
第 196 條、第 227 條	董監事之報酬議定	普通決議
第 198 條第 1 項、第 227 條	董監事之選任	強制累積投票制
第 199 條第 1 項至第 4 項、第 227 條	董監事之解任	特別決議
第 199 條之 1 第 1 項	董監事之全體改選	普通決議
第 209 條第 2 項	董事競業禁止義務之免除	特別決議
第 209 條第 5 項	董事違反競業禁止義務時之歸入權行使	普通決議
第 212 條	對董事提起訴訟	普通決議
第 225 條第 1 項	對監察人提起訴訟	普通決議
第 213 條	公司與董事訴訟時另選他人代表公司為訴訟	普通決議
第 225 條第 2 項	對監察人提起訴訟時，另選他人代替董事代表公司起訴	普通決議
第 230 條第 1 項	會計表冊之承認	普通決議
第 237 條第 2 項	特別盈餘公積之另提	普通決議
第 240 條第 1 項、第 228 條之 1 第 4 項	盈餘轉增資（股份股息之分派）	特別決議
第 241 條第 1 項	公積撥充資本	特別決議
第 248 條之 1	私募轉換公司債或附認股權公司債	特別決議
第 267 條第 9 項	發行限制員工權利新股	特別決議
第 277 條第 1 項至第 4 項	變更章程	特別決議
第 316 條 1 項至 4 項	公司解散、合併、分割	特別決議
第 322 條第 1 項	清算人之另選	普通決議
第 323 條第 1 項	清算人之解任	普通決議
第 326 條第 1 項	清算人就任後，所造具之財務報表與及財產目錄之承認	普通決議
第 331 條第 1 項	清算完結後，清算表冊之承認	普通決議
第 173 條第 3 項、第 184 條第 2 項、第 331 條第 2 項	檢查人之選任	普通決議

第 234 條第 2 項、第 84 條 第 2 項	同意清算人將公司營業（包括資產負債）轉讓於他人	全體股東 同意
------------------------------	-------------------------	------------

資料來源：作者自製

我國公司法所列舉應經董事會決議之事項⁴，茲以下表呈現：

條項	權限事項	決議類型
第 29 條第 1 項	經理人委任、解任及報酬事項	普通決議
第 20 條第 3 項	會計師委任、解任及報酬事項	普通決議
第 156 條第 5 項	股東以現金以外出資抵充之數額	普通決議
第 156 條之 2 第 1 項	申請辦理公開發行	普通決議
第 156 條之 3	股份交換	特別決議
第 167 條之 1 第 1 項	為員工庫藏股為目的之股份收買	特別決議
第 167 條之 2 第 1 項	與員工簽訂認股權契約（認股權憑證）	特別決議
第 171 條	股東會之召集	普通決議
第 208 條第 1 項	董事長選任	特別決議
第 235 條之 1 第 3 項	員工酬勞之發放方式	特別決議
第 240 條第 5 項	公開發行公司盈餘轉現金增資	特別決議
第 241 條第 2 項	公開發行公司公積轉現金增資	特別決議
第 246 條第 2 項	發行公司債	特別決議
第 248 條之 1	私募轉換公司債或附認股權公司債	特別決議

⁴ 此表僅列舉「公司法」明文應經董事會決議之事項。除此之外，我國證券交易法另有列舉若干權限事項應經董事會決議，例如第 14 條之 5 第 1 項規範：「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。」

第 266 條第 2 項	發行新股	特別決議
第 282 條第 2 項	重整之聲請	特別決議
第 316 條之 2 第 1 項	簡易合併	特別決議

資料來源：作者自製

「列舉規定」與「章程」未規定之權限事項，則屬公司法第 202 條「概括授權」之範圍。公司法第 202 條規定：「公司業務之執行，除本法或章程規定應由股東會決議之事項外，均應由董事會決議行之。」其所透露之意義公司亦得以章程自行劃定機關間之權限歸屬。理論上，公司章程分配權限時仍不得違反法律強制或禁止規定、公序良俗或股份有限公司之本質⁵，惟其是否存在具體界限屬待解爭議，此亦涉及機關專屬權限之探究，詳如後述。公司法第 202 條概括授權之規範目的在於公司法若欲對個別機關決定事項之權限逐一劃分，在實際上並不可行，亦無須付出如此大之立法成本，故論者有謂我國對於機關權限之劃分僅對重要之決議事項加以區分，使用強行之列舉規定以確定個別機關之特定專屬決議事項，其餘則以任意法之方式概括規定劃歸特定機關行使決議權⁶。

本條亦為我國公司法有關權限分配衍生爭議之主要緣由。其於 1966 年首次增訂，其時條文之文義為：「公司業務之執行，由董事會決定之，除本法或章程規定，應由股東會決議之事項外，均得由董事會決議行之。」舊法遺留之問題乃「法令或章程未明文事項」之權限歸屬，蓋條文僅謂董事會對此等事項有權置喙，並未明確說明此等權限之最終決策機關。所幸，同法於 2001 修正為現今版本。此修正除將該條前段的文義為精簡修正之外，最重要者係該條後段被修正為均『應』由董事會決議行之。此次修正明確將「法令與章程未有明文之權限事項」概括授權於董事會。

⁵ 柯芳枝，公司法論（上），修訂 8 版，頁 210-211（2012 年）。

⁶ 陳彥良，股東會股東權現代化之建構——由民間公司法全盤修正委員會修法建議出發，月旦法學雜誌，268 期，頁 48（2017 年）。詳參第四章第三節第四項：權限分配規範強行化之反思。

惟現今之第 202 條在學說上仍存在疑義，首先是我國公司法係採取股東會優位主義抑或是董事會優位主義之辯證。多數學者認為自本條之文義、經營與所有分離之國際潮流與修法動向可窺知我國採取、或至少已朝向「董事會中心」之理念邁進⁷；惟亦有學者認為公司法第 202 條未能闡明我國係採取股東會優位主義抑或是董事會優位主義，蓋縱使自立法變遷以觀，可知我國法由股東會至高之理念逐漸過渡至董事會角色可能更為重要之觀點，惟本條文義既隱約透露公司權限分派係由章程決定，董事會之權限範圍其實可以很小，故不足以做為我國採取董事會優位主義之明證⁸。縱然第 202 條之修正足以彰顯「董事會權限之強化」與「股東會至上理念之調整」，惟是否足以說明我國採取股東會至上或董事會中心？此爭議仍懸而未決，且未來勢必繼續影響我國機關權限劃分議題至鉅。

此外，第 202 條之「公司之業務執行」亦有疑義，蓋若承認有「非業務執行事項」之存在，即有在解釋論上將此一事項之權限賦予股東會之可能性，蓋此已不符合本條之文義範圍。最高法院 96 年度台上字第 2000 號判決曾透露類似概念：「是以董事會決議之範圍僅限於業務之執行，涉及股東權益之事項，非可由董事會決議行之。本件系爭股東會決議，責由董事會召集股東臨時會討論全面改選董事及監察人，非屬被上訴人公司業務之執行，並無公司法第二百零二條規定之適用。」實務見解似乎認為涉及股東權益之事項即為「非業務執行事項」。我國多數學者則採廣義見解，認為業務執行事項應係指「董事會所為之所有與公司相關之事務」。其理由大致為：公司之任何事項幾可說皆與「公司之業務執行」脫離

⁷ 參照：陳俊仁，公司治理與股東權益維護——論股東會章訂專屬決議權限之規範缺失，月旦法學雜誌，184 期，頁 54-56（2010 年）；邵慶平（註 2），頁 156；莊永丞，未經股東會決議之公司重大行為效力——兼評 97 年度台上字第 2216 號判決，財金法學研究，1 卷 2 期，頁 168-171（2018 年）；王文字，企業併購法總評，月旦法學雜誌，83 期，頁 77（2002 年）。

⁸ 參照：曾宛如，公司參加代位訴訟與表決權迴避行使之適用：兼論股東會與董事會權限劃分——最高法院一○三年度台上字第 2719 號民事判決與臺灣高等法院高雄分院一○二年度抗字第二三七號民事裁定之評析，月旦裁判時報，39 期，頁 23-30（2015 年）；曾宛如，「讓與全部或主要部分營業或財產」之探討：兼論董事會與股東會權限劃分之議題，臺大法學論叢，35 卷 1 期，頁 294-296（2006 年）；曾宛如，股東會與公司治理，臺灣大學法學論叢，39 卷 3 期，頁 112-114（2010 年）；曾宛如，我國公司法待決之問題——以公司法制基礎理論為核心，月旦法學雜誌，181 期，頁 51（2010 年）。

不了關係⁹，且條文中規範「業務」二字之用意應不在區分「業務事項」與「非業務事項」，因業務事項與非業務事項不僅難以區分¹⁰，此一區分亦未見於其他條文；再者，若嚴加區分而使股東會有處理此等「非業務執行事項」之機會，可能造成公司非業務事項處理之停擺，將股東會視為是處理公司「非業務事項」之最高機關之法源依據亦有疑義¹¹。惟學說上亦有質疑前開廣義見解者，主張廣義見解於特定涉及股東權益至鉅之情形，將使股東皆無從置喙，故目前雖不得不暫採上開廣義見解，以免實務運作時產生疑義，然根本之計實應審慎檢討並釐清「公司業務之執行」之內涵始為妥當¹²。

第二節 各機關之專屬權限

依前所述，公司法第 202 條在法令及章程以外將其餘之業務經營權限賦予董事會，立法者看似傾向於擴張董事會權力，並鞏固董事會居於「最終業務決策機關」之地位。惟本條遺留之模糊地帶在於：股東仍得依法修改章程將部分權限納入手中，因此產生了「修章擴權」是否有界限可言之爭議。換言之，是否有所謂不得由股東藉修章納為己有之「董事會專屬權限」？再從另一角度觀之，章程的分配功能是否說明法定「股東會權限」亦得由章程重行分派於董事會？此等問題均牽涉我國是否承認機關之「專屬權限」。由於「專屬權限」與權限劃分之政策休戚與共，釐清其範圍亦能整肅我國長久以來混沌不明之權限劃分法制。此部分爬梳我國司法實務之立場，並回顧文獻上對此議題之著墨。

⁹ 邵慶平（註 2），頁 144。

¹⁰ 劉連煜（註 1），頁 499。

¹¹ 邵慶平，投保中心代表訴訟的公益性：檢視、強化與反省，臺灣大學法學論叢，44 卷 1 期，頁 244-245（2015 年）。

¹² 林國全，章定股東會決議事項，月旦法學教室，56 期，頁 25（2007 年）。



第一項 股東會專屬權限

第一款 實務見解

董事報酬決定上，為數眾多之法院判決明確表示此屬股東會權限而不得授權由董事會訂定。臺灣高等法院花蓮分 98 年度撤更(一)字第 1 號民事判決指出：「於立法理由再度重申「為避免董事利用其為公司經營者之地位與權利，恣意索取高額報酬，故不以董事會決議為足，而須將董事報酬委由章程與股東會決議定之。」之意旨，是修正後無再將董事酬勞委由董事會訂定，或由章程訂明概括授權董事會議定之情形。」臺灣新竹地方法院 104 年度訴字第 36 號判決亦明確指出：「董事會與股東會之召集程序與決議方法，依公司法規定，均有不同，自難因成員相同而認董事會等同於股東會，且董事報酬係專屬股東會決議事項，自不得由董事會決議代之，亦不得事後追認。」¹³值得注意的是，法院判決雖一再強調董事報酬決定權由股東會專屬係避免董事利用其經營者之地位與權力索取高額報酬，惟許多實務見解亦認為若章程訂明或股東會決議一定之總額，再行授權董事會依同業通常水準支給則屬合法。經濟部 93 年 3 月經商字第 09302030870 號函謂：「公司章程經股東會決議，訂明全體董事及監察人之報酬，授權董事會議依同業通常水準支給議定，於法尚無不可，至其支給是否超乎同業標準，係屬具體個案認定。」¹⁴綜合以觀，實務見解基本上認為董監之報酬屬於股東會專屬職權，不得以章程或決議概括授權與董事會，惟仍得在章程訂明報酬總額後授權董事會以同業水準支給。

¹³ 採相同意旨者參照：臺灣高等法院高雄分院 109 年度上易字第 349 號判決、臺灣高等法院 高雄分院 94 年度勞上字第 14 號判決、臺灣高等法院臺南分院 96 年度上字第 81 號判決、臺灣高等法院 98 年度重上字第 320 號判決、最高法院台上字 2224 號判決。

¹⁴ 後續許多法院判決見解皆依循此經濟部函示見解，至多對於何謂「同業通常水準」有所著墨。參照：經濟部 106 年經商字第 10602423970 號函釋、臺灣高雄地方法院 106 年度訴字第 683 號判決、最高法院 93 年台上字 1224 號判決。

盈餘分派決定上，臺灣高等法院 100 年度上字第 1079 號判決認為：「是依上開規定，董事會雖有編造盈餘分派議案提交股東會之義務，但該議案是否承認，乃專屬股東會決議之事項，非他人所得越俎代庖。」¹⁵其強調董事會對於盈餘分派議案雖有提出權，惟最終決定權仍由股東會專屬。此一論點在公司法第 240 條第 5 項增訂後產生些許變化，蓋此項明文允許公開發行公司得以章程授權董事會分派現金股利，盈餘分派決定「專屬」於股東會之理念似有鬆動跡象。經濟部 108 年經商字第 10800540160 號亦闡釋類似意旨：「....據此，公開發行股票公司章程既已依公司法第 240 條第 5 項規定明定授權董事會以特別決議方式分派現金股利，董事會即取得現金股息紅利分派之專屬權，董事會如未決議現金股息紅利分派，則該年度即無現金股息紅利分派，股東會所得決議者僅為第 240 條第 1 項之股票股息紅利分派。」

公積轉增資決議上，經濟部 89 年商 89231382 號函謂：「復依公司法第 241 條規定，公司發行新股得依股東會之特別決議，將公積之全部或一部撥充資本，按股東原有股份之比例發給新股。是以，既為公司法明定股東會決議之事項，自不得由董事會決議變更之。資本公積發行新股計劃之撤銷，仍應由其後之股東臨時會為之。」¹⁶此函示雖認為公積轉增資不得以董事會決議變更股東會之決議，惟是否代表公司不得以章程將權限劃分與董事會其實不無疑義，蓋其可能僅是想說明，在章程未有進一步分配前，機關不得逾越其權限範圍。

決議解任董事方面，臺灣臺中地方法院 97 年度訴字第 1093 號判決謂：「決議解任董事乃專屬股東會之權限，非董事會之職權。」¹⁷

董事會造具表測之承認上，經濟部 91 年經商字第 09102099060 號函認為：「公

¹⁵ 採相同意旨者參照：臺北高等行政法院 103 年度訴字第 718 號判決、臺灣高等法院 100 年度上字第 1079 號判決、臺灣高等法院臺中分院 98 年度上易字第 474 號判決。

¹⁶ 採相同意旨者參照：經濟部 90 年商字第 09002074250 號函。

¹⁷ 採相同意旨者參照：臺灣臺中地方法院 97 年度訴字第 1093 號判決、臺灣彰化地方法院 106 年度重訴字第 112 號判決。

司法第二百三十條有關董事會所造具表冊之承認，係屬股東會專屬職權。」

減資事項上，經濟部 92 年經商字第 09202221530 號函謂：「查公司法第一百六十八條關於公司減資之規定係屬股東會專屬職權，是以其減資之決議，尚非得以授權董事會決議撤銷之。」¹⁸

修改章程上，臺灣新竹地方法院 96 年度訴字第 403 號民事判決謂：「依公司法第 277 條第 1 項規定：「公司非經股東會決議，不得變更章程。」，係專屬股東會之權限，並非董事會之職權。」¹⁹

公司合併上，臺灣高等法院 104 年度抗更（一）字第 32 號裁定謂：「再參以公司合併為股東會專屬之職權，應有代表已發行股份總數 3 分之 2 以上股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意行之（公司法第 316 條第 1 項參照）；則縱使彰化銀行董事會在相對人主導下，提出與公股銀行合併之議案，仍需股東會決議通過始能成立。」

總結而言，我國實務見解曾於「董事報酬決定」、「盈餘分派」、「公積轉增資」、「決議解任董事」、「減資」、「修改章程」、「合併」事項出現「股東會專屬權限」之文字，惟細究各文之內容，僅在「董事報酬決定」、「盈餘分派決定」、「減資決議」事項上有透露出專屬股東會而不得劃歸董事會之意，其餘事項則難以判斷是否有嚴格劃分權限界限之意，抑或僅因該等事項為法定股東會決議事項，即認為其屬股東會專屬權限。

第二款 學說見解

盈餘分派之決定權上，有質疑現行法將盈餘分派權限交由股東會決議者，主

¹⁸ 採相同意旨者參照：臺灣新北地方法院 108 年度訴字第 959 號刑事判決、臺灣新北地方法院 108 年度訴字第 959 號刑事判決。

¹⁹ 採相同意旨者參照：臺灣新北地方法院 98 年度抗字第 213 號裁定、臺灣士林地方法院 102 年度訴字第 1584 號判決。

張應將此權限劃分於董事會²⁰。其從控制股東之操縱與小股東之保護出發，認為股東對公司原則上並無注意或忠實義務，大股東反可操控股東會，恣意為盈餘分派之決策而不必負任何之責任，故對於現行法將權限賦予股東會提出質疑。其復著眼於公司法第 228 條第 1 項董事會編造盈餘分派之議案等規定，主張盈餘分派議案之提出及分派方式、內容、形式都由董事會所操控，蓋此乃營運成果之處理而屬公司營運之基本項目。此外，資本結構、股利政策均係公司財務重要課題而具高度專業考量，故不應將之納入股東會之權限²¹；惟亦有論者認為此屬股東之固有權，故不得將此權限以章程或是股東會之決議移交給其他機關，且縱使法理上或有將此權限劃分於董事會之必要，亦應以立法解決，否則純以解釋方式限縮股東會之盈餘分派決定權，可能被視為剝奪股東之固有權²²。

董事報酬決定上，諸多文獻同於實務見解之觀點，肯認股東會在掌控董事報酬決定之權限下，得在章程中訂明報酬總額後授權董事會以同業通常水準決定個別董事報酬²³；亦有論者自立法論層面質疑現行法制，主張董事報酬之決定機制應從股東會中心轉變為董事會中心。其所持之理由乃協商過程之缺乏與報酬機制之僵化使股東會難以針對個別董事之報酬量身訂作，亦無以精細地設計出公司與董事皆可接受之獎勵與懲罰機制。且基於股東之集體行為困境與資訊不充足等劣勢，加之表決迴避機制似乎無法全面、有效阻遏報酬決定之利害衝突，使渠等在議定董事報酬一事上面臨極大之困境與阻礙²⁴；亦有學者自實證研究與經濟分析

²⁰ 此見解雖類似於立法論上之建議，惟法理上若認為應由董事會專責此一事項，即更有以章程劃分給董事會決議之正當性。

²¹ 方嘉麟，會計表冊承認制度之研究論違法盈餘分派之責任歸屬，收於：現代公司法制之新課題——賴英照大法官六秩華誕祝賀論文集，頁 407 (2005 年)。

²² 陳彥良，股東會有無權限變更董事會提出盈餘分派議案之問題，月旦法學教室，118 期，頁 26 (2012 年)。

²³ 劉連煜（註 1），頁 397-398；梁宇賢，公司股東會委由董事會決定各個董事分配之報酬額是否有效——評最高法院九十三年度台上字第一二二四號判決，月旦法學雜誌，121 期，頁 225-226 (2005 年)。甚至有學者進一步認為若章程已有訂明董事報酬總額，則可僅授權董事會就個別董事分配報酬，蓋訂明總額下不致於侵害公司利益，故應認為如何分配報酬乃董事會之職權。參照：王文字，公司法論，修訂 6 版，頁 437 (2018 年)；郭大維，論董事報酬決定機制之建構——從最高法院九十八年度台上字第九三五號民事判決談起，月旦法學雜誌，198 期，頁 199-200 (2011 年)。

²⁴ 邵慶平，股東會與董事會的權限分配——對董事報酬決定權的觀察與分析，興大法學，1 期，

角度切入，主張應以公開發行公司與非公開發行公司區分董事報酬決定機制：公開發行公司應由董事會及薪酬委員會決定，非公開發行公司則仍由股東會決定²⁵。自上開學說多肯認股東會得在符合一定條件下將報酬具體數額之決定交由董事會、及近期諸多主張立法論上應採取「董事會中心」之文獻以觀，或可推認在我國在董事報酬之權限上，由股東會專屬之概念已然鬆動²⁶。

綜合以觀，縱使公司法明確羅列若干權限應經股東會決議，此些事項是否全然由股東會「專屬」已非無疑，尤以「盈餘分派決定」與「董事報酬決定」較受學術文獻之矚目，本文亦將以該等事項為重點展開研究。

第二項 董事會專屬權限

第一款 實務見解

在「經理人之委任、解任、報酬事項」上，實務見解穩定認為此等事項專屬於董事會，股東會不得越俎代庖。經濟部 94 年 8 月 2 日經商字第 09402105990 號函謂：「解任經理人乃董事會之專屬權限，故股東會不得越俎代庖」，明確指出解任經理人乃股東會不得僭越之董事會專屬權限²⁷；經濟部 94 年經商字第 09402040120 號函謂：「按股份有限公司經理人之任免，係專屬董事會之決議事項，應經董事會決議行之，此為公司法第 29 條第 1 項第 3 款所明定。是以，公

頁 88-100 (2007 年)。

²⁵ 林郁馨，公開發行公司經營者薪酬決定機制之實證分析——兼論薪資報酬委員會新制，中研院法學期刊，14 期，頁 258-278 (2014 年)。

²⁶ 惟亦有論者認為股東會在章程訂明一定總額，並授權董事會依同業水準決定個別董事報酬一事，不應被評價為「股東會將其專屬權限授予董事會」，而係股東會已決定該權限事項之大體內容，至於執行細節則委由董事會據此辦理，畢竟股東會之決議最終仍須委由董事會加以執行。參照：洪秀芬，董事會獨立經營權限及董事注意義務，政大法學評論，94 期，頁 222 (2006 年)。

²⁷ 採相同意旨者參照：臺灣臺南地方法院 108 年度訴字第 1425 號判決、最高法院 103 年度台上字第 779 號民事判決。

司新任經理人，應經董事會決議。」²⁸；經濟部 108 年經商字第 10702430970 號函：「對於特定事項具否決權之特別股股東，於行使否決權時，應以股東會所得決議之事項為限；依法屬於董事會決議之事項，例如：經理人之委任、解任及報酬（公司法第 29 條第 1 項第 3 款），則不得行使否決權。」此函釋自「特別股」權利義務之適法性出發，重申董事會對於經理人任免與報酬事宜之專屬地位。觀諸眾多實務見解，部分並無強調經理人事宜屬股東不得侵越之權限範圍，使人不免產生疑竇：其究竟意在劃定「董事會專屬權限」之範圍，抑或是僅欲表明此事項在劃歸股東會前應由董事會決定？惟仍有不少實務見解透露出董事會對於經理人事宜之決策權限不得以任何方式被侵越。

在「授權資本內發行新股」則是另一個法院判決明確認定之董事會專屬權限。最高法院 98 年台上字第 795 號判決謂：「未按公司發行新股時，應由董事會以董事三分之二以上之出席及出席董事過半數同意之決議行之，公司法第二百六十六條第一、二項定有明文。此係基於授權資本制特質，將公司發行新股之事務專責由董事會決定，以便適時籌措公司營運資金，故應由董事會以特別決議方式議決之，違反此特別決議者，其決議應屬無效。」²⁹臺灣臺北地方法院 110 年度訴字第 7332 號判決更明確指出：「依公司法第 266 條第 2 項規定，業已明定股份有限公司章定資本額內分次發行新股係由董事會專屬決議事項，立法旨趣在於使董事會能隨時斟酌公司資金需要及金融市場狀況，以有利之條件迅速籌措公司所需之營運資金。公司即不得再以章程規定，將發行新股列為應經股東會決議事項，無論章程僅規定應經股東會決議，或同時須經董事會決議及股東會決議，均屬不可。」相較於前開判決僅出現「專屬董事會」之文義，此地院判決更精確具體的表示此等事項不得由「章程規定應由股東會決議」，明白指出此等事項乃董事會不可被

²⁸ 採相同意旨者參照：臺灣高等法院 99 年度上易字第 470 號判決、臺灣高等法院 102 年度重字第 53 號判決。

²⁹ 採相同意旨者參照：臺灣高等法院 98 年上更（三）字第 62 號判決、臺灣高等法院高雄分院 104 年度重上更（二）字第 16 號判決、臺灣高等法院 104 年度重上字第 658 號判決、臺灣高等法院 101 年度上字第 478 號判決。



剝奪之權限。

就「員工酬勞發放之方式」，經濟部函釋曾認為不得以章程剝奪此董事會之決議權。經濟部 104 年經商字第 10402427800 號函：「員工酬勞發放方式以股票或現金為之，係專屬董事會特別決議之事項，倘擬於章程規定限以現金發放，自不可行。」函釋認為不得以章程規定以現金發放，即是認為僅有董事有權決議此等事項，不得由股東以章程規定發放員工酬勞之形式，自係明確認定此屬董事會不可剝奪之專屬權限。

經濟部於 100 年所發之經商字第 10002403260 號函則對於多重事項發表意見：「有關來文說明二各項涉及公司法第 29 條第 1 項、第 156 條第 3 項、第 156 條第 5 項、第 167 條之 2 第 1 項、第 246 條及 266 條第 2 項等已明定由董事會決議，倘公司章程規定上開各條項應經股東會決議，自與公司法規定不符。但公開發行股票之公司，證券管理機關另有規定者，從其規定。」此函不僅明確列舉「委任、解任經理人及其報酬核定」、「公司辦理公開發行」³⁰、「與員工簽訂認股權契約」、「發行公司債」、「授權資本內發行新股」等事項不得以章程規定由股東會議決之，亦表示若該事項為公司法明文將權限賦予董事會，則屬股東不得修章擴權之「董事會專屬權限」。

近期之經濟部 109 年經商字第 10902040070 號函亦採取與上開 100 年經濟部函釋相同之立場：「公司所在地變更（限同一縣市遷址）、分公司名稱變更、分公司所在地變更事項，公司法既無明定係專屬『股東會』之職權，依公司法第 202 條規定，上開事項均應由董事會決議，尚不得由股東會取代議決之。」係指如特定事項公司法如無明定係專屬股東會之職權，原則即應由董事會決議為之；換言之，如特定事項公司法如無明定係專屬股東會之職權，原則即應由董事會決議為之；換言之，除非該等事項為公司法未明定專屬股東會或董事會職權之事項，並

³⁰ 此為舊法第 156 條第 5 項、現行法第 156 條之 2 第 1 項。

已於章程中規定應由股東會決議時，方得由股東會決議。」再度強調法有明文之董事會職權不得以修章規定由股東會決議行之。



然近期亦有經濟部函釋採取更限縮之態度，認為股東會之權限僅限於法令明定之事項，其餘均屬董事會之職權。經濟部 109 年經商字第 10902414780 號函：「乙公司發行特別股，並就該特別股權利義務事項，於公司章程中增訂由該特別股股東代表乙公司行使對甲上市櫃公司之股東權，是否適法一節，按公司法第 157 條規定，特別股之權利義務事項，應於章程中載明，係指發行公司與特別股股東間之權利義務事項，應於公司章程中載明。至於特別股股東與外部第三人之權利義務關係，並非公司法第 157 條特別股之範疇。又公司型法人股東行使持有他公司股份之股東權，依公司法第 202 條規定，尚非法令明定之股東會應決議事項，爰屬公司董事會之職權，自不得藉由章程規定變更改由特定之特別股股東代表行使。」此函釋一反常態地否定股東會藉由章程取得「非法定股東會權限」之適法性，無疑更加限縮股東會擴權之界限，蓋其認為但凡「非法定股東會權限事項」皆屬「董事會專屬權限」，實質上架空公司法第 202 條賦予章程分派權限之功能。

包含法院判決、經濟部函釋在內之實務見解，曾在「經理人任免與報酬事宜」、「在授權資本內發行新股」、「公開發行股票公司之現金股利發放」、「員工酬勞發放之方式」、「公司辦理公開發行」、「公司發行公司債」、「與員工簽訂認股權契約」出現過專屬董事會決議事項或董事會專屬權限之用語，惟僅有部分曾明確表示此等事項「不得以章程劃歸股東會」。準此，縱實務見解亦有「專屬權限」之概念，惟未必得謂其已發展出「不可僭越之專屬權限」之內涵，諸多情形似僅因法規有明文即謂此屬董事會之專屬權限。

此外，經濟部於 109 年所發之兩號函釋存在意見上之分歧。經商字第 10902040070 號函沿襲 100 年所發之函，認為股東會藉章程擴權之前提乃公司法

未明文該事項由董事會決議，言下之意乃法有明文應經董事會決議之事項即屬「董事會專屬權限」；惟經商字第 10902414780 號函則認為股東會除法定股東權限事項以外皆無權干預，相當於完全剝奪公司法第 202 條賦予股東藉章程擴權之權利，實不足採。



第二款 學說見解

觀諸國內學術文獻，多數論者認為至少應有董事會專屬權限之存在，而不贊成全然之章程自治，蓋縱使係高度允許章程自治之一人公司亦不可全然逸脫董事會優位主義³¹。

有採較限縮之見解認為現行法明定屬於董事會權限之事項，即不得以章程規定之方式將之列為應經股東會決議之事項。相對而言，法無明文之權限則皆屬股東會得以章程劃歸於己之範圍，故所謂董事會專屬權限即為法有明文由董事會決議之事項。其著眼於 2001 年公司法第 202 條之修正意旨，謂此規範已明確採取董事會優位主義之政策，若允許股東會得無限制地將任何事項列為章定股東會決議事項，將無法貫徹修法之意旨，蓋有心之人得藉由章定股東會決議事項之增訂使股東會實質上回復萬能機關之地位³²；亦有採相同結論者認為公司法之權限劃分係以強行之列舉規定確定各機關之專屬決議事項，其餘權限事項則以任意法之概括規定將權限劃分給特定機關，此一概括授權規定即為公司法第 202 條³³。此見解既主張公司法明文分配權限之規定皆為強行規定，即有不得由章程自由分配之意，等同於將法定董事會權限全數劃歸於董事會專屬權限³⁴。

³¹ 參照：方嘉麟、朱德芳，公司章程自治之界限——以章程置入反併購條款之可行性為核心，政大法學評論，143 期，頁 260（2015 年）。文中並以一人公司尚且必須設置董事會為例，說明章程自治仍有其界限而無法全然逸脫董事會優位主義。

³² 林國全（註 12），頁 25。

³³ 陳彥良（註 6），頁 48。

³⁴ 採相同見解者參照：洪秀芬（註 26），頁 222

有採較寬容之態度者傾向於給予各公司較大之彈性空間，主張只要未違反法律強行規定與公序良俗，章程對董事會權限之限縮皆應允許³⁵；亦有論者肯認我國修法之傾向雖有偏向董事會中心趨勢，惟為尋求「董事會中心」與「股東會至上」之平衡點，仍能以擴大股東會權限之角度出發，故對於公司法第 202 條之「章程規定」之解釋應採取盡可能肯認章程規定限制董事會權限之適法性立場³⁶；亦有論者主張理論上將我國法解釋為「無董事會專屬權限」亦無不可，蓋公司法似未明確限制章程得劃歸股東會之事項種類³⁷，且縱然法有明文將決議權賦予董事會，亦無法遽論此即為我國法彰顯該事項為「董事會專屬權限」之列舉規定。原因在於此些條文究竟係揭示該等事項即屬不得以章程變更之專屬權限，抑或僅欲說明章程尚未進一步分派權限前，此等事務應由董事會決之而不得由其他機關代勞，事實上並不清楚³⁸。此外，從股東會與董事會權限劃分之立法變動與立法理由觀之，皆未顯示出該等事項具有專屬於董事會之排他特性。以發行新股為例，我國公司法於第 266 條第 2 項將權限授予董事會，惟公司法之所以將「發行新股」之權限分配與董事會，與其說是確立董事會之專屬權限，不如說是「授權資本制」運作下之必然結果更加貼切³⁹。

晚近論者多自個案出發，思考章程之規定是否已侵及法律授與董事會之權限而產生適法性疑義⁴⁰。對此，已漸有學者試圖建構出較為抽象之標準，以此個案性地衡量有否專屬於董事會之正當性。如有提出以「是否公開發行」、「經營與所有分離程度」及「事項對公司之影響程度」作為判斷董事會專屬權限正當性之標

³⁵ 廖大穎，股東會與董事會（二）企業自治與章程調整董事會權限，台灣法學雜誌，168 期，頁 93（2011 年）。

³⁶ 邵慶平（註 2），頁 177。

³⁷ 曾宛如，「讓與全部或主要部分營業或財產」之探討——兼論董事會與股東會權限劃分之議題，臺大法學論叢，35 卷 1 期，頁 294（2006 年）。

³⁸ 曾宛如，同前註，頁 295-296。

³⁹ 曾宛如，違法發行新股之效力：自董事會決議瑕疵論之，月旦裁判時報，9 期，頁 105-106（2011 年）。

⁴⁰ 邵慶平，股東會與董事會權限分配法制的比較——以 CA v. AFSCME 為中心，收於：企業與金融法制：余雪明大法官榮退論文集，頁 149-151（2009 年）。

準⁴¹；亦有認為涉及經營權爭奪或控制權歸屬之事項，應從寬認定章程有權將該事項劃歸股東會決議。反之，涉及日常營運之事項本屬經營之一環，故應劃歸董事會決定⁴²。



綜上所述，我國雖有諸多文獻論及不得劃歸於股東會之「董事會專屬權限」，惟至多提出較為抽象之分類標準，或僅著墨於「董事會專屬權限」與「法定董事會決議事項」間之關係，尚未建構出法理上應專屬於董事會之職權。舉例而言，論者有謂縱屬「非法定董事會決議事項」之「董事長之解任」事務，解釋上仍應將其歸屬於董事會之專屬權限而不得由章程劃歸股東會⁴³，透露出董事會專屬權限探究不應侷限於「法定董事會決議事項」之上⁴⁴。簡而言之，如何具體化董事會專屬權限之標準與類型於我國仍屬未定之天，亦將繼續影響股東會與董事會間之權限的互動與衝突。

第三節 權限劃分下之特殊情況

一如公司法第 202 條所揭示之意旨，股東會與董事會之權限劃分由「章程」與「法令」所建構而成。然而，理論上勢必存在若干「特殊情況」，此等特殊情況或違反了章程與法令所劃分之權限範圍，或非現有法制得以因應，惟我國公司法多未提供明確解套方式。於此部分，本文指出我國權限劃分下可能衍生之特殊情形，及渠等與公司法原理滋生之扞格。其一，機關逾越權限作成決議自屬違反法令或章程之權限劃分，此在法律上應如何評價；其二，若董事會授權股東會形成決議、甚至作成「追認議案」，此不僅違反法令與章程之權限劃分，亦頗有「洗

⁴¹ 參照：楊岳平，2020 年公司法與證券交易法發展回顧，臺灣大學法學論叢，50 卷特刊，頁 1581-1584（2021 年）。

⁴² 方嘉麟，論股東會與董事會權限之劃分：對經營權爭奪之影響，收於：財經法新課題與新趨勢，頁 44-45（2011 年）。

⁴³ 邵慶平（註 40），頁 149-151。

⁴⁴ 有採類似概念者主張公司法未規定應由董事會決議之事項，並非當然皆可由股東會決議，應依決議事項之本質是否攸關營運事項以定應劃歸董事會或者股東會決議。參照：方嘉麟（註 21），頁 418-423。

白」與「規避責任」之嫌，應有探討之必要；其三，敵意併購防禦措施乍看之下屬業務經營之一環，故應歸由董事會決之。惟比較法制、學術文獻上多著眼於其特殊性而產生殊異思維。然而，我國現行法制就此範疇隻字未提，單純適用法條之結論似有違事物本質。



第一項 股東會逾越權限作成決議

自公司法第 202 條之規範結構以觀，權限分配應以「法令」與「章程」為依歸，則機關得否反於章程與法令所規範之權限分配，逾越其權限而作成決議？其作成之決議是否得拘束原權限機關？

最高法院 103 年台上字 2719 號判決就此有一指標性之論述：「股東會係由公司所有者組成，董事會就其權限事項，決議交由股東會決定時，乃將其權限事項委由股東會以決議行之，尚非法之所禁。」⁴⁵此一判決所涉案例事實雖與董事會單純將其權限事項委由股東會決議有所出入，而隱含「董事會要求股東會為其行為背書」之意⁴⁶，惟最高法院判決之內容僅針對「董事會得否將其權限事項授權股東會決議」論述，且顯然採取肯定見解。此見解不僅在應然面肯認股東會得反於章程與法令之規定決議非其權限範圍之事項，且從其「授權」語意觀之，似乎認為董事在授權股東會決議後應遵照辦理。

首先涉及之問題為：股東會若就非其權限事項作成決議，董事是否應予遵守？此爭議肇因於公司法第 202 條與第 193 條之文義衝突。詳言之，公司法第 202 條雖以「章程」與「法令」作為界定股東會與董事會之權限範圍，惟公司法第 193 條規定：「董事會執行業務，應依照法令章程及股東會之決議。」似亦隱含

⁴⁵ 往後諸多判決均援用此一見解，參照：臺灣高等法院高雄分院 108 年度重上更一字第 20 號判決、臺灣苗栗地方法院 105 年度重訴字第 95 號判決、臺灣高等法院臺中分院 110 年度上字第 501 號判決、臺灣桃園地方法院 105 年度重勞訴字第 19 號判決。

⁴⁶ 參照本節第二項：股東會追認董事會之議案——以東南水泥案為例。

著股東會若做成任何事項之決議，董事會皆須遵守。若依循此種解釋，公司法第 202 條與其他法令所劃定之權限範圍即不具有意義，蓋最終決策權限皆置於股東會手中，董事會依第 202 條及其他法令所取得之權限可謂名存實亡。就此爭議，學說多認為股東會與董事會權限分配應以第 202 條為準——股東會得決議之事項應以法律與章程有明文為限；公司法第 193 條所謂董事會執行業務應依照股東會之決議，應限縮解釋為該股東會決議仍然必須符合第 202 條除書所規定之「法令或章程規定屬股東會所決議之事項」，以形成與第 202 條一致而不矛盾之適用結果⁴⁷。亦有論者採取類似之推論，主張從 2001 年修法時意圖強化董事會權限之目的來看，上述法條間之衝突應以「目的性限縮」第 193 條之「股東會之決議」來調整，即該條所稱之股東會決議應以「法定專屬股東會決議事項」或「章定專屬股東會決議事項」所作成為限，而不及於其他「非專屬於股東會決議之事項」⁴⁸。惟亦有少數見解認為股東會之權限並不當然以公司法與章程為限，第 193 條規定董事會有依照股東會之決議執行業務之義務，即非屬限縮股東會職權之規定⁴⁹。一言以蔽，通說認為股東會逾越章程與法令規定之權限所作成之決議對董事會不具拘束力⁵⁰。

第二個問題係：在應然面上是否允許股東會得議決非其權限之事項⁵¹？有抱持質疑態度者認為一旦公司將權限分派與董事會，則其不宜且不應將該案提交股東會決議。蓋即使在股東會優位主義之概念下，依我國法之規範仍應透過章程進行權限安排，故難以董事會將其權限事項「委由」股東會決議行之之說詞得以通達。此外，從經營與所有分離之發展過程與代理成本產生之因由以觀，本質上係

⁴⁷ 劉連煜（註 1），頁 543；林國全（註 12），頁 25；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，臺灣大學法學論叢，35 卷 1 期，頁 175（2006 年）；洪秀芬，董事會與股東會權限之爭議，月旦法學教室，31 期，頁 32-33（2005 年）。

⁴⁸ 邵慶平（註 40），頁 276-277。

⁴⁹ 廖大穎，公司法原論，增訂 5 版，頁 161（2009 年）；柯芳枝，公司法論（下），9 版，頁 381（2013 年）。

⁵⁰ 陳俊仁（註 7），頁 55。

⁵¹ 我國已普遍認為股東會在決議非其所得決議之事項上對於董事會無拘束力，以下討論是在「應然面」上是否允許股東會議決此等事項，其所產生之差異可能會體現在該等股東會決議之效力。

股東集體形成公司之意思，進而委任董事處理公司事務，似無董事會反過來委託股東會處理並決議之理⁵²；亦有論者在董事是否有列入「非股東會所得決議事項」提案之裁量權的爭議中提及：董事可能恣意排除其不欲採行之提案，或僅將其有意採行者列入議案（甚至是透過友好股東刻意安排者），作成無法律上拘束力之股東會決議後，據之作為董事會採行該經營決策之「民意基礎」，預為減輕或脫免事後責任追究之防範措施⁵³。其意在於不欲股東會侵越屬於董事會之權限，蓋此可能使董事作為洗白責任之利器；亦有學者提出類似批判：但凡董事會欲規避或轉嫁責任之際，即可將權責事項交由股東會決議，嗣後若依照股東會決議執行產生問題，則得直接歸責於股東會決議不明、認事不清所致⁵⁴；惟亦有論者採肯定見解，認為第 202 條之修訂應解釋為係擴張並確立董事會對非專屬決議事項之「決定權」，而在削減股東會之「決議權」。換言之，股東會仍可對該等事項作成合法且有效之決議，惟其決議僅具有「建議性之效力」而不拘束董事會。同時，其亦認為此解釋允許股東會針對非其權限範圍內之事項發表意見，不僅彰顯「股東會作為決定股東總意之機關」的公司法制基本理念，也較能符合股東會運作之實況：蓋股東會進行中股東與董事均可能針對法無明文之事項提出各種臨時動議而付諸表決，若基於第 202 條之規定而一蓋否認此等決議之效力，勢必造成股東會動輒無效，徒增實務處理之困擾⁵⁵。

上開兩種見解分別在應然面上肯定及否定股東會議決非其所得決議之事項。無論採取何者，該決議皆不應對董事產生法律上拘束力，惟前者可能將因該等決議「違反公司法第 202 條之權限分配」而淪於無效；後者則肯認其有效性，但僅

⁵² 曾宛如，公司參加代位訴訟與表決權迴避行使之適用：兼論股東會與董事會權限劃分——最高法院一〇三年度台上字第二七一九號民事判決與臺灣高等法院高雄分院一〇二年度抗字第二三七號民事裁定之評析，月旦裁判時報，39 期，頁 23-27 (2015 年)。

⁵³ 林國全，董事違法拒絕股東提案，台灣本土法學雜誌，73 期，頁 129 (2005 年)。

⁵⁴ 黃銘傑，2014 年公司法與證券交易法發展回顧，臺灣大學法學論叢，44 卷特刊，頁 1575-1576 (2015 年)。該文雖在評釋「董事將已作成之交易交由股東會追認」之問題，惟論述上顯然偏向「董事會得否將權限交由股東會行使」。

⁵⁵ 邵慶平（註 2），頁 149-150。類似採取建議性效力之論者，參照：洪秀芬（註 47），頁 32-33。其謂：「若章程未將生產設備投資事宜列舉為股東會職權，則屬董事會權限，股東會應不得自行議決之。如股東會仍加已決議者，董事會雖可將之列為業務執行之參考，然應無遵守之義務。」

具有建議性效力。



第二項 股東會追認董事會之議案——以東南水泥案為例

若董事會就其權限事項於作成決議後，復將該決議列為股東會之議案擬予追認，則不僅涉及「股東會逾越權限」之爭議，更衍生「股東會為董事會背書」之適法性疑慮，更顯複雜。

最高法院 103 年台上字 2719 號民事判決所涉及之「東南水泥案」為此類追認案之典型代表。本案事實略為：台船公司之董事長甲未經台船公司董事會決議即將台船公司所持有之正泰公司股票 390 萬股以低價出售予台船公司之股東經一公司。甲後續主導台船公司之董事會決議通過該交易案之追認案。台船公司之股東東南水泥公司主張該交易對台船公司造成約 2800 萬元之損害，故於依公司法第 214 條請求台船公司監察人為台船公司起訴甲未果下，以自己名義向甲提起損害賠償訴訟。嗣後，甲將系爭交易案列為股東會討論事項第二案擬予追認，該追認案亦在出席股東表決權數 90%贊成下通過⁵⁶。原告東南水泥公司主張該股東會追認案決議有瑕疵，應屬無效或得撤銷。

本案第一審判決⁵⁷認為：「該等事項對董事會雖無拘束力，亦即董事會享有「決定權」，然非否定股東會得以決議方式表示股東之總體意志，其決議並非無效，仍具有「建議」效力。從而，尚難單純以股東會就非法定、章程授權專屬股東會決議事項為決議即認有何違反強制、禁止規定或背於公共秩序或善良風俗，自難逕認有何公司法第 191 條違反法令之情形。原告主張股東會就非專屬股東會決議事項所為決議，即屬民法第 71 條所謂違反強制或禁止規定云云，難以憑採。」

⁵⁶ 該案之案例事實尚涉及台船公司之其他股東所提臨時動議，內容係以台船公司名義就該損害賠償事件為訴訟參加，輔助被告甲。此外，追認案與訴訟參加案均有利害關係人未予迴避。惟上開事實並非本文所欲探討，故省略之。

⁵⁷ 臺灣高雄地方法院 102 年度訴字第 1627 號民事判決。

本案第二審判決⁵⁸認為：「按公司業務之執行，除公司法或公司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。公司法第 202 條定有明文。由本條之意旨觀之，倘應由董事會決議之事項，董事會決議將該事項提案交由股東會決議，此亦係董事會行使之權利，並非股東會逾越其權限，侵害董事會之權利，故股東會依董事會之提案予以決議，自無違反公司法第 202 條規定之可言。蓋該條並無禁止董事會不得決議將該事項提案交由股東會決議之規定。……被上訴人之董事會嗣後又決議於系爭股東常會提系爭追認案，請求系爭股東常會追認系爭交易，揆諸首開說明，此亦係董事會行使之權利所為之決議，系爭股東常會依董事會之提案，決議追認系爭交易，並未違反公司法第 202 條之規定。」

最高法院基本上同意二審判決之見解，復有下述補充：「又股東會係由公司所有者組成，董事會就其權限事項，決議交由股東會決定時，乃將其權限事項委由股東會以決議行之，尚非法之所禁。」

觀諸該案例事實，台船公司之董事長甲將該股票交易案此等「董事會權限事項」交由股東會議決，似為單純之「機關逾越權限」問題；惟觀其實質，董事長甲將該交易案交由股東會追認似意在免除自身或董事會之責任，故與純然的「董事會事前將其權限委由股東會行使」、「股東會越權決議」有所出入。

學界普遍反對最高法院與高等法院之論述，質疑該案之事實基礎並非董事會「將其未能議決之事項交由股東會」，反較類似董事會決議可能出現瑕疵而受到挑戰，遂轉而「將已完成之交易委請股東會追認」，目的乃尋求股東會之支持與背書，故性質上更符合「免除董事責任之舉」⁵⁹。就該等「追認案」之適法性以觀，論者多持否定見解，理由厥為：此等追認案表面上看似董事會對股東會之充分尊重，然實質上可能構成董事會合法化其原本有問題之交易。此一洗白行為非

⁵⁸ 臺灣高等法院高雄分院 103 年度上字第 37 號民事判決。

⁵⁹ 曾宛如（註 52），頁 28；邵慶平，股東會決議權限之解釋——最高法院 103 年度台上字第 2719 號民事判決，月旦裁判時報，36 期，頁 22。

僅無助於股東權益之保障，反而是董事巧妙設計「規避」其責任之手法⁶⁰。循此，應然面上本不應允許董事會將其具有疑義之決策事後交由股東會追認，若實際為之該股東會決議亦可能淪於無效；亦有認為我國公司之股權較為集中，公司控制權大多集中於控制股東手上，故若採法院此等「授權」之見解，董事會即可在想要規避或轉嫁責任時直接把權責事項交由股東會決議，之後執行決議出現問題時再歸責於股東會⁶¹。此一見解更像是透過「反對機關越權決議」作為否認「股東會事後追認」之理由；亦有認為股東會就本案仍能作成有效但對董事會無拘束力之決議，蓋公司法修法擴張董事會權力之意旨係在確立董事會對非專屬決議事項之決定權，而非在削減股東會對該等事項之「決議權」。此外，允許股東對非其權限事項亦能作成有效但無拘束力之決議得彰顯「股東會作為決定股東總意之機關」，亦較符合股東會運作之實況⁶²。

上開見解均正確認識到本案屬董事會藉由「股東會追認」試圖合理化交易案及洗白自身責任，惟後兩種意見之論述過程實際上側重於「股東會得否議決董事會職權事項」此等「機關越權決議」之問題，並未評價「股東會事後追認董事會決定」適法性。惟無論從何角度出發，在應然面上皆不應允許股東會「事後追認」董事會之決策。蓋從「機關不得越權決議」之角度以觀，其破壞了公司法與章程所設定之權限分際；復從「追認案」乃董事事後之洗白機制以觀，董事既負有忠實義務此等高度道德標準之義務，渠等亦不應透過迂迴的手段尋求免責。

第三項 敵意併購防禦措施之權限歸屬

另一個在我國漸受矚目之權限分配爭議乃敵意併購防禦措施之權限歸屬。敵意併購係指涉該併購公司未經目標公司經營階層之同意或協商，即逕行藉由各種

⁶⁰ 曾宛如，同前註，頁 28；邵慶平，同前註，頁 24。

⁶¹ 黃銘傑（註 54），頁 1575-1576。

⁶² 邵慶平（註 59），頁 22-23。

管道取得目標公司股權以取得其控制權或經營權之併購型態。敵意併購向來活躍於英美市場，其他國家亦漸漸擺脫過去較為排斥抗拒之態度，進而承認敵意併購乃企業爭奪控制權之正常現象⁶³。主張敵意併購有其重要意義者之基本論調為：其一，敵意併購為汰換無效率經營者之外控機制，蓋寇斯定理與交易成本之運用說明：併購方既然願意以高於目標公司真實價值之價格收購股份，必係其主觀上認為目標公司之經營效率尚未達到最大化而仍有獲益之空間⁶⁴。準此，敵意併購在公司控制權市場上扮演著之取代無效率經營者之汰換機制，進而對現任經營者形成促進公司績效之壓力——其得使經營者無法隔離於公司控制權市場以外，故有助於代理問題之解決⁶⁵；其二，即令敵意併購確實導致公司控制權移轉，亦得為公司與股東創造更佳之利益，蓋目標公司之資產業已移轉至較具生產效率之生產者手中，由此得以實現更高之價值⁶⁶。

相對於此，被併購公司之經營階層為抵抗來自併購者所發動之敵意併購行為，可能採取一種或數種手段予以反擊或回應，此類手段即稱為「防禦措施」。擁護經營階層得建置敵意併購防禦措施者之論據為：其一，股東面臨敵意併購時，未必具備相當專業知識審酌等併購條件之優劣；更重要者，基於併購者與目標公司股東間之利益衝突，公開收購此等典型之敵意併購行為將形成股東被迫應賣之壓迫效果，使居於專業劣勢地位與集體行為困境之股東選擇以低於公司真實價值之價格應賣，不僅使其本身利益無法最大化，亦在控制權市場上催生諸多無效率之併購行為⁶⁷。準此，應准予經營階層建置防禦措施，透過其經營專業與併購者協商、交涉，藉以謀求對於股東利益與公司永續經營最有助益之併購條件——而

⁶³ 王文字，非合意併購的政策與法制——以強制收購與防禦措施為中心，月旦法學雜誌，125期，頁156-157（2005年）。

⁶⁴ 許惠峰、陳昱龍，敵意併購策略適法性暨經濟效益分析——以炎洲敵意併購亞化為例，華岡法粹，53期，頁96-97（2012年）。

⁶⁵ 黃銘傑，我國公司法制關於敵意併購與防衛措施規範之現狀與未來，月旦法學雜誌，129期，頁137-138（2006年）；黃朝琮，非合意收購法制芻議，收於：公司法論文集II：特殊交易型態與資訊揭露，頁16-17（2022年）。

⁶⁶ 黃朝琮，同前註，頁17。

⁶⁷ 朱德芳，效率、併購與公司治理——以敵意併購法規範為核心，中原財經法學，17期，頁200-228（2006年）。

非僅專注於眼前之短期利益；其二，經營階層就其面臨之利益衝突可透過獨立董事之制度予以緩和，毋庸全盤否定防禦措施之建置；其三，於敵意併購發生時，經營階層不僅應考量股東之利益，尚應就員工、債權人、消費者等公司之利害關係人皆納入考量，蓋此等利害關係人可能因控制權移轉而面臨失業、利益減損之問題，故藉由賦予經營階層建置防禦措施之權限與義務，得有效調和股東與其他利害關係人間之利益⁶⁸。

敵意併購與防禦措施之爭的核心內涵實則牽涉股東會與董事會之權限劃分——在肯認敵意併購與防禦措施均有其正當性之前提下，應將防禦措施之建置權限劃分於何機關。由於我國公司法對此隻字未提，故在現行法制之解釋下，若涉及在章程中置入反併購措施條款之防禦措施，當然應經股東會決議變更章程；若係無涉章程變更之其他防禦措施，依公司法第 202 條似均屬董事會權限範圍⁶⁹。近年來已漸有公司經營階層意識到現行法賦予董事之高度權限得以作為防禦措施之重要依據，例如 2015 年日月光敵意併購矽品案，即是矽品經營階層透過公司法第 156 條之 3 與鴻海進行股份交換藉以引進白馬騎士。迄今為止，實務上雖有多起目標公司建置防禦措施之案例，惟皆未有實務見解針對防禦措施之權限劃分作深入論述。然而，現行法之操作結果是否符合具體妥當性？是否符合事物本質？誠然有疑。此疑慮亦說明敵意併購防禦措施何以應被視為一種權限分配之特殊情況，蓋其特殊性促使比較公司法制多為其額外設計一套權限劃分制度。歐盟之「公開收購指令」⁷⁰ (Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids) 第 9 條第 2 項規定節錄：「董事會在公司遭遇公開收購期間，未經股東會之事前同意，原則上不得採取任何妨礙公開收購要約的行為（除為尋找其他收購機會），特別是可能妨礙公開收購者取得目標

⁶⁸ 黃銘傑（註 65），頁 138-139。

⁶⁹ 朱德芳（註 67），頁 246。

⁷⁰ Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32004L0025>.

公司控制權的發行新股行為。」⁷¹同條第 3 項規定：「董事會在公開收購之前所作成之決議而尚未開始執行，或未執行完畢者，若可能造成公開收購受到阻礙時，仍應經股東會同意為之。」⁷²；日本之「確保、提升企業價值及股東共同利益併購防禦措施指針」以指導方針之方式鼓勵企業尊重股東之意思決定。舉例而言，防禦措施之建置應事先充分揭露內容、效果等資訊於股東，且原則上應經股東會決議通過後始能採行，例外於股東會有權廢止相關防禦措施之際，容許董事會得自行引進防禦措施⁷³；美國法之敵意併購防禦措施屬董事會之權限，此源於其認為防禦措施之建置亦屬「經營」一環。惟由於董事會在面臨敵意併購之際將產生劇烈利益衝突，故判例法上對於防禦措施之審查並非單純適用經營判斷法則，而係針對不同情形採用標準各異之司法審查，以此保障股東⁷⁴。

我國多數見解反於現行法之解釋結果而主張「董事會中立原則」。渠等主張任何敵意併購防禦措施皆應經過股東會決議，無論是否透過章程建置。主要理由乃敵意併購防禦措施之建置與否對於經營階層具有劇烈之利害衝突，故容易引發嚴重之代理問題。同時，我國上市公司為股權集中與家族控股之典型，且將近半數之最大股東透過金字塔結構或交叉持股增加自身表決權。在表決權與現金流量權偏離的情形下，控制股東自利之行為十分猖獗，是以透過公司權市場中敵意併購之力量制衡經營者實屬必要。故若經營者得動輒加以防禦，此等制衡監督之成效將大幅減弱⁷⁵。亦有認為我國之受任人義務內涵與類型發展尚在初始階段，若全面性賦予經營團隊採行防禦措施之權限、僅以事後之受任人義務規範恐怕實施成本過高，且在我國機構投資人不若美國的情況下，股東提出代位訴訟制衡董事之可能性也較低⁷⁶。

⁷¹ Directive 2004/25/EC Article 9, para 2.

⁷² Directive 2004/25/EC Article 9, para 3.

⁷³ 黃銘傑（註 65），頁 145-146。

⁷⁴ 參照第三章第二節第三項第三款：敵意併購防禦措施。

⁷⁵ 王文字（註 63），頁 172-173。

⁷⁶ 王文字，同前註，頁 174。

亦有論者力主「董事會優位原則」，重申我國公司法第 202 條即為董事會享
有建置反併購措施之依據，故除該防禦措施屬公司法或章程規定應由股東會決議
者外均屬董事會之權限⁷⁷；渠等尚指出股東在專業性判斷上力有未逮，股東會之
召開亦曠日廢時，致其無法及時因應奇招百出之併購行為，故仍宜由董事會決定
是否採取防禦措施，再以事後之受任人義務規制⁷⁸；此外，論者指出基於「公司
價值隱藏理論」，公司真實價值僅有資訊充分之經營階層知悉，股東可能在併購
者進行公開收購遂行敵意併購時，受到「資訊不足」、「集體行為困境」與「囚徒
困境」所迫而以不足公司真實價值之價格應賣，導致其受到併購者之剝削，若敵
意併購成功亦可能為無效率之併購行為⁷⁹。是以，若採董事會中立原則將使併購
者與目標公司間之武器平等原則不復存在，唯有目標公司經營階層有權在保障公
司利益之前提下採取防禦措施，控制權市場始有合理運作之可能性⁸⁰。

第四節 股東提案權與權限劃分之互動

第一項 股東提案權之概述

我國股東提案權制度於 2005 年引進，其立法目的為：「鑑於現代公司法架構
下，公司之經營權與決策權多賦予董事會，本法已明文規定，公司業務之執行，
除本法或章程有規定應經股東會決議者外，均應由董事會決議行之。若股東無提

⁷⁷ 郭大維，論敵意併購下目標公司董事之義務與司法審查標準——我國法與美國法之比較研究，輔仁法學，39 期，頁 82 (2010 年)；劉連煜，敵意併購下目標公司董事的受任人(受託)義務——以開發金控敵意併購金鼎證券為例，政大法學評論，125 期，頁 37-39 (2012 年)。後者認為：公司法第 202 條之「業務執行事項」應作廣義解釋而包含公司併購與反併購措施之事項，蓋董事負有保護公司財產之重大義務，不應眼睜睜的面對敵意併購時卻僅能自縛雙手，坐看他人可能對公司資產強取豪奪。

⁷⁸ 陳思穎，從實證觀點探討我國敵意併購之法制，政治大學法律科際整合研究所論文，頁 93-94 (2016 年)。

⁷⁹ 參照：朱德芳（註 67），頁 200-228。

⁸⁰ 陳彥良，反併購措施法制之研析（上）——德國法啟示兼論金鼎案之實證，台灣本土法學雜誌，86 期，頁 13 (2006 年)。

案權，則許多不得以臨時動議提出之議案，除非由董事會於開會時列入，否則股東難有置喙之餘地，為使股東得積極參與公司之經營，爰賦予股東提案權。」文獻多對此抱持正面態度，認為此制度得以強化股東會之功能與抑制經營階層之濫權行為，進而強化公司治理⁸¹；亦有認為股東提案權制度不僅為股東民主之基礎，亦可平衡經營者與股東間之利害關係，故為股東行動主義重要之法律工具⁸²。

股東提案權制度規範於我國公司法第172條之1各項，適格之提案須符合「形式要件」與「實質要件」。形式要件包含「限於股東常會之議案」、「提案方式以書面或電子方式」、「持股須達公司已發行股份總數百分之一」、「應於公司公告受理期間提案」、「提案內容不得超過三百字」、「提案以一案為限」；實質要件則為「該議案為股東會所得決議」。符合形式要件與實質要件之法律效果乃「董事會應將該提案列為議案」。

過往爭議常出現於第172條之1第4項，舊法規定：「有左列情事之一者外，股東所提議案，董事會得不列為議案：一、該議案非股東會所得決議。二、提案股東於公司依第一百六十五條第二項或第三項停止股票過戶時，持股未達百分之一。三、該議案於公告受理期間外提出。四、該議案超過三百字或有第一項但書提案超過一項之情事。」董事會對於將股東提案列入議案有否裁量權限之爭議於焉而生，亦即若股東之提案為「非股東所得決議之事項」，董事會似仍有將其列入議案之空間；甚至，若該提案為「股東所得決議之事項」，依舊法文義似亦未有強制董事會列入之意涵。鑑於此規範之模糊空間，公司法於2018年修法後將第172條之1第4項修正為：「除有下列情事之一者外，股東所提議案，董事會應列為議案」，明確規範若該議案為「股東所得決議之事項」，董事會無裁量權限而須納入議案；惟若為「非股東所得決議之事項」，董事是否就「不應」納入議案？學說意見仍有分歧。持肯定見解之學說認為倘若「非股東所得決議之事項」

⁸¹ 王文字（註23），頁388。

⁸² 王志誠，股東之一般提案權、特別提案權及臨時動議權——最高法院九十六年度台上字第200號判決之評釋，月旦法學雜誌，185期，頁210（2010年）。

亦有可能被董事會列為議案，可能鼓勵股東抱著姑且一試的心態濫行提案，無謂增加董事會之審查、說明負擔。且董事會亦可能透過友好股東之刻意安排而將其有意採行者列入議案，作成無法律上拘束力之股東會決議後據之作為董事會採行該經營是項決策之民意基礎，預為減輕乃至脫免事後經營責任追究之防範措施⁸³；亦有質疑肯定見解者認為此解釋不太符合立法理由提及之「保障股東提案權益」⁸⁴，亦與實務運作有些抵觸⁸⁵。且若少數派股東依法提案而遭多數派股東主張其「不應」列入議案，似乎並非立法者所樂見，故綜合權衡公司法修法之意旨與精神，應作更寬容且廣亦之認定始為合理⁸⁶。本文認為 2018 年之修法意旨在於明確化股東提案權之要件與法律效果，亦蘊有「剝奪董事會裁量權限」之意涵。且依照同條第 5 項之規定：「第一項股東提案係為敦促公司增進公共利益或善盡社會責任之建議，董事會仍得列入議案。」更強化董事會原則上不應有裁量權限之立場，故對於「非股東會所得決議」之事項，應認為董事會「不應」列入議案。

此外，議案是否為「股東會所得決議事項」亦是文獻多所著墨之處。鑑於 172 條之 1 第 4 項第 1 款之「該議案非股東會所得決議事項」涉及董事會與股東會之權限劃分，故為本文論述之重點，詳參本節第二項。

第二項 非股東會所得決議之解釋

按「非股東會所得決議」之判斷，是否與「股東會之權限」範圍相結合，即為此規範產生疑義之緣由。易言之，是否非章程或法令規定應經股東會所得決議之事項即為「非股東會所得決議之事項」？抑或是提案內容即使非屬章程及法令

⁸³ 林國全（註 53），頁 128-130。

⁸⁴ 公司法第 172 條之 1 第 4 項之修法理由：為保障股東提案權益，爰修正第四項序文之文字，明定除所列各款情形外，董事會均應將股東提案列為議案。另配合法制作業用語，將序文「左列」修正為「下列」。

⁸⁵ 邵慶平，2018 年公司法與證券交易法發展回顧，臺灣大學法學論叢，48 卷特刊，頁 1743（2019 年）。

⁸⁶ 邵慶平，同前註。

規定之股東會權限，故決議對董事會不具拘束力，惟實際上股東會仍得議決，從而此種議案應解釋為股東會所得決議者，故不符合「非股東會所得決議」之排除事由⁸⁷？事實上，若該提案內容為法令或章程規定之股東會權限，其為「股東會所得決議」事項而不得排除並無疑義，爭議出現在該等事項為「非屬股東會之權限事項」（董事會權限事項），或須同時經董事會決議通過與股東會決議通過之「共享權限事項」，此部回顧與爬梳既有之學術文獻。

其一，「非屬股東會之權限事項」是否屬於「非股東會所得決議之事項」，故屬不得提案之範圍？採最廣義見解者參考日本之通說「無限制說」，主張所有董事會之權限事項皆應屬允許股東提案之範圍，蓋該等提案不見得能獲得多數決而通過，即使通過亦對僅對董事會具有建議性之效力。與此同時，在不侵及董事會之權限下，廣泛地承認股東之提案權卻可促進股東與公司間之意思溝通，因此在從股東提案權之立法意旨與鼓勵股東提案促使公司善盡社會責任之立場以觀，應採最廣義之無限制見解⁸⁸；亦有學者區分「法定與章定之董事會權限事項」與「非法定與章定之董事會權限事項」⁸⁹者，認為前者為「非股東會所得決議事項」，後者雖依公司法第 202 條亦屬董事會之權限，惟非屬「非股東會所得決議之事項」，故為適法之提案內容。渠等所持理由為「決議得否做成」與「決議是否有拘束力」為兩回事，以議案內容非股東會權限即主張股東會無決議能力而不得作成決議並無正當性。此外，自提案權之立法目的與功能觀之，係為使股東積極參與公司事務、促進小股東與經營階層之意思溝通，此等無拘束力之提案得傳達股東之理念而間接對經營者形成壓力，以達到實質監控之效果，並得以為公司之經營注入多元化之意見與考量，對於公司長期發展較為有利⁹⁰；亦有採取相同立場者認為公

⁸⁷ 洪秀芬，論股東提案得排除事由「非股東會所得決議」之判斷，月旦法學雜誌，203 期，頁 64（2012 年）。

⁸⁸ 杜怡靜，從日本之提案權制度反思我國股東提案權以及臨時動議提出權，中原財經法學，33 期，頁 31-32（2014 年）。

⁸⁹ 學說亦有稱之為「非專屬決議事項」。參照：邵慶平（註 2），頁 143-150。惟本文所稱之「專屬」權限乃機關間不得僭越之固有權限，而非法定或章定之決議權限，故不以此稱之。

⁹⁰ 洪秀芬（註 87），頁 71-72。

司法第 202 條僅在剝奪股東會對於非專屬決議事項之「決定權」，而非在限制股東會之「決議權」。循此，自不應將此等事項解為「非股東會所得決議事項」，如此始能貫徹前述理念⁹¹；亦有從「臨時動議」範圍與「股東提案權」範圍之比較出發者，認為臨時動議之範圍幾無限制，相對而言提案資格更為嚴格、程序更為嚴謹之股東提案權若在範圍上較臨時動議更為狹窄，顯然為一種規範失衡⁹²；惟亦有採最限縮見解之學者認為若得將「對董事無拘束力之提案」納入議案，可能增加股東濫行提案之無謂成本。再者，董事會亦可能在列入該等提案後，以該無法律上拘束力之股東會決議據之作為董事會脫免事後經營責任追究之防範措施，故主張董事不應將此類提案納入議案⁹³，言下之意即任何對董事無拘束力之議案皆為「非股東會所得決議」者。

其二，須同時經董事會決議通過與股東會決議通過之「共享權限事項」，是否屬於「非股東會所得決議」？按理來說，公司法對於合併、分割、重大資產處分皆明文規定需經股東會特別決議，似不符合「非股東會所得決議」，惟文獻上仍存在諸多分歧。有採否定見解者認為股東提案權之目的在於平衡經營者與股東之利害關係，避免經營者獨斷股東會之議案，並非在求取股東會與董事會權限分配之平衡點，故關鍵在於董事會處理併購事項時應本於注意義務與忠實義務為全體股東最大之利益行之，而非在於決策程序上的先後順序問題，否則併購議案無異成為董事會之專屬提案權，董事亦可能因自身利益而不當拒絕合理之併購機會⁹⁴；亦有以最終賽局理論作為依據，主張公司法規定之「共享權限事項」多具有「終局特質」，董事犧牲股東利益尋求自身利益之可能性遠大於一般日常營運事項。股東提案權制度得以矯正此等最終賽局之代理問題，蓋賦予股東此等事項之提案權，將使董事會無法濫用其權力而取得額外私人利益，不僅具有「直接」抑

⁹¹ 邵慶平（註 2），頁 152-153。

⁹² 邵慶平，許雅華，股東會之臨時動議與股東提案權——制度配套下的解釋取向，收於：財經法制論文輯（卷一），頁 184-185（2017 年）。

⁹³ 林國全（註 53），頁 129。

⁹⁴ 王志誠（註 82），頁 216-217。

制代理成本之效，亦因此等提案對於經營者產生一定之誘因與壓力，使其必須以股東利益為考量基礎，從而亦具有「間接」抑制代理成本之效⁹⁵；亦有採取折衷見解者，其區分該涉及共享權限之提案究竟為「決策性提案」抑或是「建議性提案」而做不同解釋：於股東會逕予決定出售公司重大資產或與特定人合併之「決策性提案」應屬「非股東會所得決議事項」，惟若該提案為請求經營者衡量公司合併或重大營業行為之利弊與可行性之「建議性提案」，則非法所不許⁹⁶。其反對決策性提案作為股東所得提案係出於「共享權限事項」之立法目的——公司法藉由「提出權」與「決定權」之分立，同時達成「股東會與董事會權限分配之平衡」、「牽涉利益極廣之重大事項應追求程序上之慎重」、「具有資訊優勢之董事會得善盡把關之責，避免相關議案被任意提出而造成股東之困擾」等目的，故不應允許股東得對共享權限事項提出決策性之議案，以免破壞上述意旨⁹⁷；亦有將「非股東會所得決議」解釋成包含「非股東會可為有效且不得撤銷之決議」在內者，作為共享權限之決策性提案非屬股東可提案者之論據，蓋共享權限事項之最終決策應依法定提出程序提出，該等股東會提案若通過即等同於違反此等法定要求而面臨程序上的瑕疵與得被撤銷之後果⁹⁸；惟亦有論者提出以下質疑：一、若允許該等提案將產生「董事會特別決議是否仍需踐行」之問題，即股東會之提案是否即能取代董事會之提出？二、股東可能不具有提出共享權限事項之專業，三百字之提案限制亦不太可能將相關資訊交代清楚。詳言之，公司法規定需先經董事會特別決議通過係出於其得本於資訊優勢提出合併或分割計畫作為股東表決之資訊基礎，惟股東之提案顯然無法滿足此一要素⁹⁹。

⁹⁵ 張心悌，合併案之股東提案權，月旦法學教室，141期，頁29（2014年）。

⁹⁶ 惟亦有疑似不區分之見解，認為應將該等共享權限事項視為「勸告性提案」，而屬可提案之範圍。參照：林麗香，股東提案權之法律問題研究，法政學報，20期，頁20-21（2006年）。

⁹⁷ 邵慶平（註2），頁153-154。

⁹⁸ 洪秀芬（註87），頁67-68。該文並參考德國法提出另一種排除共享權限事項決策性提案之論點：股東所提議案需為本身內容及程序無瑕疵者方得做為提案之標的，因此若所提議案之決議會面臨無效或得撤銷者，本身即不能作為提案之標的，自然也不需要引用「非股東會所得決議」作為排除之事由。

⁹⁹ 曾宛如（註37），頁300-301；曾宛如（註52），頁51-52。

前述共享權限事項是否為「非股東會所得決議事項」之論辯，總的而言，否定見解不僅認為屬於股東可提案之範圍，且似得取代董事會之「提出權」，故若該等提案通過，董事會即負有依循該等決議為之義務；折衷見解著眼於公司法藉由「提出權」與「決定權」之分立以達成程序慎重、資訊與專業應充足之目的，認為此等權限劃分不應被股東提案權所破壞，故認為若該股東提案已屬「決策性提案」則不應允許，然若該提案僅具有請求經營者意涵之「建議性提案」，則非法所不許，蓋此議案即使通過亦不拘束董事會，故不會破壞公司法之權限劃分；質疑上開見解之論者則指出允許股東提案可能產生之種種疑慮與現實層面上功能性之問題，惟其亦未明確採取肯定見解。

第三項 與權限劃分之關聯

承上所述，「非股東會所得決議」作為股東得否提案之關鍵，學界對此難有共識。此一實質要件實與股東會與董事會之權限劃分休戚與共。詳言之，依照文義解釋，似僅有「應經股東會決議之事項」者為適格之提案內容，即「提案權」應與「決議權」或「決策權限」相結合¹⁰⁰。循此，股東提案權之範圍與「董事會專屬權限」密切相關，蓋股東會所得提案者為「法令」與「章程」賦予股東會權限之事項；相對而言，近來學界多認為「股東會所得決議」之範圍應從寬認定，縱非屬股東會決策權限範圍，亦無礙於股東會作成無拘束力之決議。在學說傾向寬泛解釋股東會所得決議之見解下，股東提案權範圍與股東會與董事會權限劃分之關聯性即較為薄弱，蓋無論該事項為何機關之權限，股東均得提案。惟無論如何，釐清我國股東會與董事會權限劃分之立場仍至關重要，理由如下。

首先，確認我國採取董事會優位主義或股東會優位主義將左右我國股東提案權於解釋論及立法論上之設計，即有文獻指明英國法與美國法下相異的權限劃分

¹⁰⁰ 曾宛如，股東會與公司治理，臺灣大學法學論叢，39卷3期，頁143-144（2010年）。

政策將導出提案權設計上之迥異思維。舉例而言，美國法在董事會優位主義之思潮下，股東之提案多數僅具有對董事會請求之性質，即使通過也無強制董事會執行之權力，故於此情形下，管控股東所得提案之內容搭配節省公司所需支付之成本為合理之設計；相對而言，英國法允許公司章程自由形成其權限分派，故對股東提案內容採相當開放之態度，但要求股東自負成本¹⁰¹。以近期可成科技股份有限公司（以下稱可成公司）排除外資提案之案例為例，此案凸顯我國股東提案權制度脈絡不清之處。兩家外資公司聯名送出一份股東提案，內容係修改公司章程，將股利政策的決定權限交還於股東會。可成公司董事會拒絕將此提案列入股東會議案，理由為：該章程修正案實質上涉及公司法第 240 條第 5 項關於「現金盈餘分派」之權限變更，與第 241 條第 2 項關於「法定盈餘公積與特定資本公積之盈餘分派」之權限變更，應屬 2 項提案，故依公司法第 172 條之 1 第 1 項但書規定予以排除¹⁰²。此案例浮現之問題牽涉股東提案權其中一項形式要件——案數限制之正當性。誠然，可成公司以外資所提章程修正案涉及 2 項規定為由推論此屬「2 案」頗有疑慮，蓋「案數」之判斷基準似不應以「牽涉條文數量」、「議案數量」等流於形式之方式判斷¹⁰³，可成公司董事會此舉顯有操弄之嫌¹⁰⁴。然而，若更宏觀地從「案數限制」之法理基礎探究其存在之正當性，可知此要件並非自明之理。申言之，案數限制之目的在於避免股東浮濫提案、無謂增加公司之負擔，惟此係美國法「獨尊董事會」與「公司負擔提案成本」下之配套措施，法理上仍有採取其他路徑之可能。例如：是否得以參照英國法之精神不限制提案數量，但提案股東需自行承擔提案成本？此在避免浮濫提案之虞亦可免去計算「案數」時之複雜

¹⁰¹ 曾宛如，同前註，頁 138-145。

¹⁰² 許秀惠、鄧凱元，等不到轉型？曾經的世界第一機殼廠可成與外資股東互槓始末，天下雜誌，2023 年 10 月 24 日，<https://www.cw.com.tw/article/5125369>（最後瀏覽日：2024 年 3 月 19 日）。

¹⁰³ 文獻上有以「請求之理由與目的」實質判斷者，本文認為不失為可行之道。參照：王文字，股東提案權，月旦法學教室，58 期，頁 23（2007 年）。

¹⁰⁴ 事實上，金管會亦確實針對可成公司之排除予以裁罰，言下之意即可成公司董事會排除提案乃違法之舉。參照：廖珮君，可成否決外資股東提案金管會開罰，經濟日報，2023 年 8 月 15 日，<https://money.udn.com/money/story/5613/7371831>（最後瀏覽日：2024 年 3 月 19 日）。

與不公¹⁰⁵。相同思考亦可援用於「字數限制」，惟最關鍵者仍係我國必須明確化權限劃分之政策，再依循此路徑設計最合適之股東提案權制度。

其次，若認為股東提案權範圍與「決議權」或「決策權限」結合，釐清「董事會專屬權限」之重要性不言而喻，蓋其涉及股東提案範圍之界限：於「董事會專屬權限」範圍內之事項不得提案；若認為股東提案權範圍原則上應盡可能放寬、故應廣泛允許「無拘束性之議案」被提出，學說上認為仍應分別設計相應之配套措施與程序要件，例如在股東提出無拘束性之議案時由其自行負擔提案之費用¹⁰⁶。原因在於：擴張股東提案權範圍雖值肯定，亦符合現今公司治理中「保障股東發聲權」之潮流，惟若不為區分而廣泛允許股東提案，將有股東濫行提案、無謂增加公司成本、不肖股東故意干擾公司營運之隱憂，嚴重者更可能誘發董事會藉無拘束力議案洗白、規避責任之舉。準此，股東提案權實與股東會與董事會之權限劃分休戚與共，無論於解釋論之立場採擇，抑或是立法論之改良芻議，皆相當仰賴我國盡早釐清權限劃分之政策。

第五節 小結

本章旨在描繪我國股份有限公司股東會與董事會權限劃分之現狀。除概述公司法中有關權限劃分之條文，亦說明現有法制存在之爭議與司法實務與學術文獻之因應之道。此部分指明本論文所欲處理之核心問題：股東會與董事會之專屬權限，另論及其餘有關權限劃分之重要爭議——權限劃分下之特殊情況、股東提案權範圍等，此均有待我國公司法制正視與釐清權限劃分之政策路徑。

¹⁰⁵ 舉例而言，股東提案之內容若係「修改章程將某一權限事項交由股東會決策」、「股東會決策此一事項」，此究屬 1 案或 2 案？或許絕大多數人皆認為係 2 案，惟此事似無禁止之必要，蓋非但其並無濫用提案之虞，且此等具有連動性之提案厥為其終極目的，若僅因判斷上認為此屬 2 案而拒絕其提案，實缺乏正當性。

¹⁰⁶ 曾宛如，同前註，頁 140-146；曾宛如（註 52），頁 52。



第三章 比較法之借鏡

第一節 概說

就具有閉鎖性質之小型公司而言，各國之態度普遍趨於一致，即廣泛賦予其內部自行劃分權限之空間，股東因此享有較高之控制權與決策權。舉例而言，德國有限責任公司之規範不僅賦予股東會核准財報與盈餘分派之決議權，更允許其就公司各方面之經營政策指示董事會如何執行¹；美國之閉鎖性質公司得以股東協議限制董事會之權力，乃至廢除董事會²。

惟除此之外，各國公司法對於公開發行公司中股東會與董事會之權限劃分政策並無定見，甚至可謂大相逕庭。舉例而言，採取董事會優位主義之美國透過判例法與成文法鞏固董事會經營業務之權限，股東會僅享有任免董事與公司基本事項變更之被動決定權等。其規範模式乃列舉數項股東會之權能，其後將章程未規定之權限概括授予董事會。甚至，在寥寥可數之決策權限中亦多受董事會之掣肘，蓋美國股東就其權限事項多僅有消極之同意或否決權，欠缺主動發起之權能；相對而言，歐陸法系國家普遍以法規強制劃分董事會與股東會之權限範圍，且股東會享有更廣泛之法定權限——除修訂章程、合併、分割等基本事項變更，亦享有增資、減資、盈餘分派決定等權限³。同時，即使各國普遍允許股東主動提案之範圍相比其得決策之範圍更加限縮，惟歐陸法系國家之股東議案顯然比美國更加多元，亦更容易進入股東會中⁴。

¹ John Armour, Luca Enriques, Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, in THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH 49, 58 (Rainer Kraakman & John Armour eds., 3rd edn. 2017).

² 詳參第二節第四項第二款：董事會專屬權限之大小分流——以股東協議為例。

³ Sofie Cools, *The Real Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers*, 30 DEL. J. CORP. L. 697, 741 (2006).

⁴ *Id.* at 741-744.

此外，各國依循相異政策劃分股東會與董事會權限之際，渠等是否發展出「董事會專屬權限」亦值探究。詳言之，不論各國劃分兩機關權限之方式為何，均某程度透露出公司章程得為相異或更細緻之分配，此時股東會得否透過章程取得董事會之權限、此一擴權之界限又於何處厥為本文之核心命題：董事會專屬權限。舉例而言，美國法在董事會中心之潮流下，董事會專屬權限為極為廣泛之概括經營權限，股東會不僅在實然層面上受限於其權限態樣而無法介入，即令出現一絲縫隙得以干預，亦受司法實務見解之阻遏；相對而言，英國法採取迥異之路徑，經本文之研究後，發現其理論上並無董事會專屬權限；瑞士法則介於兩者之間，其於民法債篇第 698 條規範數項股東會之權限，包括修訂章程、選任董事及監察人、決議盈餘分派案等。於第 716 條(a)項中，除將董事會定位為公司最高之經營機關以外，更羅列了數款董事會專屬且排他之權限：(一)組織結構之建立；(二)在公司行為之必要範圍內，監督會計功能，掌控財務及財務計畫；(三)委任及解任公司之經理人及代理人；(四)對上述之人負最終監督責任以求其遵守法律、章程及其他規範；(五)準備年報及執行股東會之決議；(六)公司債務超過時，通知法院⁵。相對於我國法及英美法而言，瑞士法雖亦允許股東會以章程擴權，惟明確臚列出股東會及董事會各自「專屬」之權限，使章程分派權限之界限涇渭分明，頗有參考價值。

本文欲以英美兩國做為比較之對象，係基於此二國均有類似我國第 202 條之概括授權條款，惟規範理念卻截然有異，對於我國法極具借鏡價值。此外，鑑於瑞士法資料之缺漏，僅能忍痛割捨。

⁵ 曾宛如，「讓與全部或主要部分營業或財產」之探討——兼論董事會與股東會權限劃分之議題，臺大法學論叢，35 卷 1 期，頁 294-295 (2006 年)。



第二節 美國法制

第一項 董事會之權限

自法規中列舉之董事會具體權限以觀，董事會享有公司盈餘分派之決定權。

德拉瓦州公司法第 170 條(a)項規定：「公司之董事得在不違反公司章程所記載之限制下宣布和分派股息：...」⁶；美國模範商業公司法第 6.40 條(a)規定：「公司得在董事會授權下分配盈餘於股東，但須受公司章程和(c)款之限制。」⁷

美國法下董事會尚享有公司特定事項之主動「提案權」，例如合併、解散、重大資產處分、股份交換與型態之轉換，詳見本節第二項第三款。基本上，此等事項均涉及公司組織之重大變更，美國法在權限分配上將「提案權」賦予董事會，而將「否決權」或「決定權」保留於股東會，乃對應我國學者所提出之「共享權限事項」概念。

董事會在特定情形下亦有修改辦事細則之權限，依德拉瓦州公司法第 109 條(a)項所述，辦事細則之採用、修訂與廢止原則上屬於股東會，惟公司亦得以章程賦予董事會此等權限⁸；美國模範商業公司法則採取相反之作法，依第 10.20 條(b)項及第 10.21 條之規定，董事會本即享有單獨修訂或廢止之權限⁹，僅在公司章程另有規定、股東會在修訂辦事細則明確規定董事會不得另為修訂及其他法定之特定情形時，例外剝奪董事會此等權限¹⁰。

除法律明文之具體權限外，更重要者乃賦予董事會「概括經營權限」之條款。

德拉瓦州公司法第 141 條(a)項規定：「除非本法或章程另有規定外，依本法設立

⁶ See DEL. CODE ANN. tit. 8, § 170(a) (2023).

⁷ See M.B.C.A., § 6.40(a) (2023).

⁸ See DEL. CODE ANN. tit. 8, § 109(a) (2023).

⁹ See M.B.C.A., § 10.20(b) (2023).

¹⁰ See M.B.C.A., § 10.21 (2023).

之公司之營運及事務應由董事會管理或在其指示下進行。若章程另有規定，則本法所賦予及施加於董事會之權限及義務，即應由章程另定之人在其規定之範圍內，加以行使或履行。」¹¹。美國模範商業公司法之第 8.01 條(b)項則規定：「除公司章程或依第 7.32 條訂立之股東書面協議另有約定外，所有公司權限應由董事會行使或依其指示行使之，且公司之營運及事務應由董事會經營或在其指揮下進行之。」¹²此為董事會經營權限之「概括授權條款」，目的同於我國公司法第 202 條，係針對廣大且複雜之公司事務所為概括性之權限授予。

美國法之概括授權條款與我國公司法第 202 條似乎具有相同之意義，除了「法令」與「章程」以外之權限皆授予董事會行使，故仍舊存在公司透過章程將權限劃分於股東會、藉以削弱董事會權力之可能。惟實務、學界幾乎毫無爭議的認為美國法係採取董事會優位主義，乃肇因於美國法下「章程變更」之程序迥異於我國。依德拉瓦州公司法第 242 條(b)項之規定，修改公司章程需經董事會主動提出章程修改之議案，再由股東會決議通過始得為之¹³；美國模範商業公司法之第 10.03 條(a)項至(c)項亦有相似規定：「公司已發行股份後，應依下列方式通過修改公司章程之議案：(a)修改公司章程之議案應先由董事會通過；(b)除有第 10.05 條、10.07 條及 10.08 條規定之情況外，章程之修改議案應由股東會決議通過。於此同時，董事會應提出修改章程議案之建議，除非：(i)董事會因自身利益衝突或其他特殊情況不應作出該等建議……；(c)董事會可以針對股東會決議或修章程案之生效設定條件。」¹⁴

從修改章程之程序及權限分配以觀，股東藉由「章程擴權」及「削減董事會權力」之可能性幾不復存在。詳言之，即使依美國法之結構，章程仍有重新分配公司權力之空間，惟變更章程既受到董事會之掣肘而無法由股東會單方面為之，此等「公司自行決定權力分配」之理念在實踐上即受到挑戰，蓋董事會既然對於

¹¹ DEL. CODE ANN. tit. 8, § 141(a) (2023).

¹² M.B.C.A., § 8.01(b) (2023).

¹³ See DEL. CODE ANN. tit. 8, § 242(b) (2023).

¹⁴ See M.B.C.A., § 10.03(a)-(c) (2023).

章程變更案享有提案權，公司內部權限分配之重新調整自然亦操之在手，結果是董事會實際上享有了所有未被強行賦予股東的權力¹⁵。



第二項 股東會之權限

第一款 選任及解任董事

美國法下股東會最重要之權能為「選任及解任董事」。選任董事方面，德拉瓦州公司法第 211 條(b)項節錄：「除有本款規定以書面決議取代股東會之董事選舉之情形外，應依辦事細則規定之期日或方式舉行股東會選舉董事。股東得以書面決議選舉董事，除公司章程另有規定……」¹⁶美國模範商業公司法第 8.03 條(c)項則規定：「董事應於第一次年度股東常會及往後的每次股東常會中選舉，但董事任期依第 8.06 條採取交錯任期制不在此限。」¹⁷；解任董事方面，德拉瓦州公司法第 141 條(k)項節錄：「董事或全體董事會得於無正當理由下，由具有董事選舉表決權之股東以多數決解任，但有以下情況者不在此限……」¹⁸美國模範商業公司法第 8.08 條(a)項則規定：「股東得在無正當理由下解任一名或多名董事，除非章程另有規定解任董事須出於正當理由。」¹⁹

第二款 公司章程及辦事細則之修訂

美國法下股東會對於「公司內部組織與規則之安排」亦有決定權限，此等權限體現於股東對於「章程」修訂 (charter) 享有被動之「決定權」或「否決權」；對於「辦事細則」(bylaws) 則享有主動修改之權力。以修改章程為例，前文已

¹⁵ Cools, *supra* note 3, at 744-745.

¹⁶ See DEL. CODE ANN. tit. 8, § 211(b) (2023).

¹⁷ M.B.C.A., § 8.03(c) (2023).

¹⁸ See DEL. CODE ANN. tit. 8, § 141(k) (2023).

¹⁹ M.B.C.A., § 8.08(a) (2023).

述及美國法下應先由董事會主動提出於股東會，股東會始有通過此等修章程與否之「決定權」，故修改章程乃類似於我國「共享權限」之事項²⁰；辦事細則有全然不同之面貌，依德拉瓦州公司法第 109 條(b)項規定節錄：「公司辦事細則在不違反法令或章程之規定下，得就涉及公司業務經營、事務管理及股東、董事、經理人或員工之相關權限加以規定。」²¹於同條之(a)項進一步規定辦事細則得由股東「單獨修改」：「……非股份公司以外之公司於收付股東所繳股款後，有表決權之股東有權採用、修改或廢止辦事細則。於非股份公司之情形，有表決權之成員有權採用、修改或廢止辦事細則。」²²美國模範商業公司法第 10.20 條(a)則規定：「股東得修改或廢止公司之辦事細則。」²³依上開說明，在修改章程勢必受到董事會掣肘之情形下，股東會仍有權透過單獨修改辦事細則達到重新分配公司內部權力之目的，似能以此調整美國法獨尊董事會之分配理念²⁴，更詳細之討論見本章第三項。

第三款 公司基本變更事項之決定權

美國法下股東對於涉及「公司存續與組織結構變更之重大事項」亦享有決策權限，惟如修改章程一般僅屬被動之「決定權」而需待董事會先行提出。

於公司之合併，依德拉瓦州公司法第 275 條(b)項至(c)項²⁵與美國模範商業公司法第 11.04 條(a)至(b)項²⁶之規定，董事會應先決議通過合併案，繼而將該合併協議提出於股東會，並經股東會決議通過。惟簡易合併則為例外情形，依德拉瓦州公司法第 253 條(c)項²⁷及美國模範商業公司法第 11.05 條(a)項²⁸之規定，當控

²⁰ 邵慶平，股東會與董事會權限分配法制的比較——以 CA v. AFSCME 為中心，收於：企業與金融法制：余雪明大法官榮退論文集，頁 277（2009 年）。

²¹ See DEL. CODE ANN. tit. 8, § 109(b) (2023).

²² See DEL. CODE ANN. tit. 8, § 109(a) (2023).

²³ M.B.C.A., § 10.20(a) (2023).

²⁴ 曾宛如，股東會與公司治理，臺灣大學法學論叢，39 卷 3 期，頁 139（2010 年）。

²⁵ See DEL. CODE ANN. tit. 8, § 275(b)-(c) (2023).

²⁶ See M.B.C.A., § 11.04(a)-(b) (2023).

²⁷ See DEL. CODE ANN. tit. 8, § 253(c) (2023). 條文中並未要求從屬公司應有董事會或股東會之參



制公司與其持股達 90%以上之從屬公司合併時，從屬公司同時免除董事會與股東會決議通過之程序，德拉瓦州公司法甚至進一步免除控制公司股東會決議通過之程序²⁹。

於公司進行股份轉換，美國模範商業公司法第 11.04 條(a)至(b)項亦有如同合併之程序規定，董事會應先決議通過股份轉換案，將該轉換協議提出於股東會並經其決議通過³⁰。德拉瓦州公司法則未引進股份轉換制度。

於公司之解散，依德拉瓦州公司法第 275 條(a)項至(b)項³¹與美國模範商業公司法第 14.02 條(a)項至(e)項³²，需由董事會決議通過後將解散事項提出於股東會，再由其決議通過後行之。

於公司重大資產之處分，德拉瓦州公司法第 271 條(a)項規定董事會得在符合公司最佳利益下出售、出租、交換公司全部或主要部份之資產，惟需經過股東會決議通過³³；美國模範商業公司法第 12.02 條(a)項至(b)項亦有類似規定，即若該資產處分將使公司無法繼續經營其重要業務，則資產的出售、租賃、交換或其他處分需要股東之同意，且該資產處分應先由董事會決議通過後將該計畫提出於股東會，再由其決議通過行之³⁴。

於公司型態之轉換，德拉瓦州公司法第 266 條(b)項³⁵與美國模範商業公司法第 9.52 條第(1)款至第(2)款³⁶規定應由董事會決議通過公司轉換案，並具體說明公司轉換後之類型與該計畫之建議，再提交於股東會後由其決議行之。

由此可見，在強調董事會中心之美國法制下，股東會之權限限於法規中列舉

與，且一般合併下所必備之「合併協議」，僅以控制公司之董事會決議代替之即可。

²⁸ See M.B.C.A., § 11.05(a) (2023).

²⁹ 許美麗，公司簡易合併之研究，玄奘法律學報，3 期，頁 60。

³⁰ See M.B.C.A., § 11.04(a)-(b) (2023).

³¹ See DEL. CODE ANN. tit. 8, § 275(a)-(b) (2023).

³² See M.B.C.A., § 14.02(a)-(e) (2023).

³³ See DEL. CODE ANN. tit. 8, § 271(a) (2023).

³⁴ See M.B.C.A., § 12.02(a)-(b) (2023).

³⁵ See DEL. CODE ANN. tit. 8, § 266(b) (2023).

³⁶ See M.B.C.A., § 9.52(1)-(2) (2023).

之事項，僅包含董事選舉、公司組織規章變更、基本事項變更等之決定。在寥寥無幾之權限中，股東會之權限主要係以「董事會先行提案」為前提之被動決定權，僅在「董事選舉」與「修改辦事細則」不需董事會先行同意，甚至在實務運作上董事選舉亦是由現任董事會提名³⁷。綜上所述，美國法在機關權限分配上之態度乃極度弱化股東會之權能。

第三項 董事會之專屬權限

第一款 股東提案權之範圍

美國股東提案權制度規範於委託書規則 Rule 14a-8，乃由聯邦證券交易委員會（Securities and Exchange Commission，下稱 SEC）依聯邦證券交易法第 14 條第 1 項授權下所制定。條文中以問答方式規範有提案股東應具備之資格、提案提出之期限、提案件數與字數限制等形式要件。第 14a-8 條(i)項規定公司得以逕行排除股東提案之事由，意在防止股東濫行提案及過度介入經營事項，乃為兼顧成本效率考量及股東意志輸入所設之實質要件。其中部分排除條款即帶有美國法強調董事會中心、不容股東僭越之色彩，其目的旨在避免股東提案權將公司決策中心由董事會向股東會移轉³⁸。以下羅列 14a-8 條(i)項各款事由：

1. 根據州法不適宜由股東會議決者：依該公司所準據設立之州法，非屬股東所得處理之議案。
2. 違反法律規定：公司執行該項提案之內容，將導致公司違反其準據之州法、聯邦法或相關聯之外國法。
3. 違反委託書規則：提案內容或佐證提案內容之聲明違反 SEC 的發布之委

³⁷ Stephen M. Bainbridge, *Director v. Shareholder Primacy in the Convergence Debate*, 16 TRANSNAT'L L. 45, 59-61 (2002).

³⁸ Stephen M. Bainbridge, *Revitalizing SEC Rule 14a-8's Ordinary Business Exclusion: Preventing Shareholder Micromanagement by Proposal*, 85(2) FORDHAM L. REV. 705, 718 (2016).

託書規則，包括違反 Rule 14a-9 規定之禁止有顯著虛偽或誤導性陳述之情事。



4. 純屬私人恩怨或有純為個人私益：提案涉及股東個人對於公司或他人的請求或發洩，或僅滿足個人私益而與其他股東利益無關者。
5. 與公司營運無重要關聯：提案內容涉及之利益不足公司當次會計年度總資產額之 5%，或低於公司淨利或營收 5%且對公司營運無重大意義者。
6. 非公司能力或權限所及：公司不具有執行之該提案內容之權限及能力。
7. 涉及日常業務經營：提案內容涉及有關公司日常經營之事項。
8. 涉及董事選舉者：關於董事之選舉於下列情形，公司皆可排除股東提案
 - (1) 若提案為取消候選人之被提名資格
 - (2) 在董事任期期滿之前解任董事
 - (3) 對被提名人或董事之經營判斷或人格表示質疑
 - (4) 尋求將特定個人納入公司委託書資料以競選董事
 - (5) 其他足以影響即將到來之董事選舉者
9. 與公司之提案相衝突：提案直接與該次股東會中公司所提之議案相衝突者。但公司應向 SEC 具體指明該提案與公司提案矛盾之處。
10. 實質上已執行者：所提之議案事實上已由公司執行者。
11. 提案重複者：提案事向與公司預定納入之其他股東提案內容實質相同。
12. 提案曾經提出者：提案內容與 5 年內曾被提出過之議案實質相同，且符合下列條件者，公司得於近 3 年內拒絕之：
 - (1) 曾提出於一次會議並經表決後，僅獲得低於 3%之贊成票。
 - (2) 曾提出於兩次會議並經表決後，於第二次提出時僅獲得低於 6%之贊成票。
 - (3) 曾提出於三次會議並經表決後，於第三次提出時僅獲得低於 10%之贊成票。
13. 涉及請求特定金額之股息分派：提案內容涉及特定數額之現金股利或股

票股利。



第 1 款之「在州法下不適宜由股東會議決」者，係源於聯邦證交法 Section 14(a)。授權 SEC 制定相關規則時，並不帶有賦予 SEC 重新分配股東會與董事會權限之意思，故提案是否適宜由股東決議仍應回歸州法之框架下判斷³⁹。本款所適用之情形實質上涉及州法在股東會與董事會權限分配上之態度，蓋股東提案若侵越或干涉州法賦予董事會之權限，即可能依本款被予以排除。例如提案內容涉及合併、解散、修訂章程等「共享權限事項」之強制性提案，SEC 允許公司得予以排除，蓋此類議案雖非經股東會決議不能生效，惟發動議案之權力歸屬於董事會，故股東不得侵越之⁴⁰。須注意者為 SEC 對於本款之附註中將提案性質區分為對公司具有拘束力之「強制性提案」，及僅具有懇求及建議性質之「建議性提案」。於後者情形，因該提案僅具有建議性質，即使決議通過對於公司及董事會亦無法律上拘束力，故不會侵害州法賦予董事會之權限而屬適當提案⁴¹。因此，SEC 之附註表明原則上將推定建議性提案為適當之提案，除非公司得舉反證推翻之⁴²。爭議於牽涉股東會與董事會權限劃分之強制性提案上更顯重大，蓋此等具有拘束力之提案若經決議通過，即可能形成公司權力之重新分配。爭議最重大之案例非「修訂公司辦事細則之提案」莫屬，蓋此不僅涉及 Rule 14a-8 條(i)項第 1 款之「不宜由股東會決議」與第 2 款之「執行後違反法律規定」，更昭示司法實務對於「董事會專屬權限」之態度，本文將於本項第二款中詳細說明。

其中第 7 款之「涉及日常業務經營」之提案，公司得予以排除之基礎在避免缺乏充分資訊之股東過於深入枝微末節之公司事務，形成微觀管理(Micromanage)之不良現象⁴³；且為維持美國州公司法中將業務經營權限交由董事會之原則，故

³⁹ *Id.* at 735-736.

⁴⁰ 曾宛如（註 24），頁 139-140；曾宛如、黃銘傑，董事會提名委員會制度之建置暨股東提案權機制之現狀與改善之研析，臺灣集中保管結算所；國立臺灣大學法律學院，頁 41（2015 年）。

⁴¹ 17 C.F.R. § 240.14a-8 Note to paragraph (i)(1).

⁴² “We will assume that a proposal drafted as a recommendation or suggestion is proper unless the company demonstrates otherwise.” *See id.*

⁴³ Bainbridge, *supra* note 38, at 719.

不允許股東針對一般營運事項之安排為變更⁴⁴。依此等排除事由及其法理，更強化美國法制由董事會獨攬經營權限之立場，蓋無論該等提案係指示董事會為特定之經營業務行為，或是針對董事會經營事項進行權限上之重行分配，皆因實質干涉日常業務經營事項而得為公司所排除。此意味著「日常業務事項」即為本文所述之「董事會專屬權限」，不容股東以任何方式干預或調整。由於州公司法鮮少立法明定何屬日常業務經營事項，故公司得否依本款排除股東提案仍需仰賴 SEC 承辦人員及聯邦法院加以界定。惟 SEC 與法院見解始終未能明確定性出何謂「日常業務事項」，故產生排除標準各異或過於抽象之情形，「董事會專屬權限」之範圍仍具有模糊地帶。

SEC 承辦人員之排除標準普遍依循「雙叉測試法」(Two-Prong Test)：(一) 提案之主要內容本質上為日常業務事項，且(二)無涉任何重大政策與考量，若皆符合則得為公司所排除⁴⁵。此等個案認定之抽象標準在 *Cracker Barrel* 一案之無異議函中一度產生些許變化，SEC 之承辦人員改採較為明確之標準，認為凡屬員工雇用之相關事項，無論是否涉及社會議題或重大政策皆為得以排除之提案⁴⁶。惟此見解並不為法院所採納⁴⁷，且 SEC 於後續修正股東提案規則之際重申其對於「涉及重大政策之提案不得排除」之立場⁴⁸，故 SEC 之認定標準又重回過往之雙叉測試法。

在較為近期之指標性案例 *Trinity Wall St. v. Wal-Mart Stores, Inc.*⁴⁹ 一案中，判決針對「日常業務事項」再度提出不同標準。Trinity 公司提案修改章程，內容為要求公司針對危害公共安全、可能損害公司聲譽之產品進行監督並提供相關報告

⁴⁴ *Id.* at 720.

⁴⁵ Adoption of Amendments Relating to Proposals by Security Holders, Exchange Act Release No. 12,999, 10 SEC Docket 1006, 1012 (Nov. 22, 1976).

⁴⁶ Cracker Barrel Old Country Store, Inc., SEC No-Action Letter, [1992–1993 Transfer Binder] Fed. SEC. L. REP. (CCH) ¶ 76,418, 77, 284-85 (Oct. 13, 1992).

⁴⁷ See *Amalgamated Clothing & Textile Workers Union v. Wal-Mart Stores, Inc.* 821 F. Supp. 877 (S.D.N.Y. 1993). 本案判決不僅認為法院不受 SEC 見解之拘束，亦認為與公司平權政策相關之提案不能與「一般日常業務」等同視之，故不能排除此等提案。

⁴⁸ See Amendments to Rules on Shareholder Proposals, Exchange Act Release No. 40,108, 63 Fed. Reg. 29,106, 29,106 (May 28, 1998)

⁴⁹ *Trinity Wall St. v. Wal-Mart Stores, Inc.*, 792 F.3d 323 (3d Cir. 2015).

⁵⁰。SEC 對於 Wal-Mart 欲排除此等議案發出無異議函，蓋此等與公司提供銷售產品及服務有關，因此構成一般日常業務事項而得予排除⁵¹。Trinity 向德拉瓦州聯邦地方法院起訴請求公司列入提案後，一審法院肯認其請求並核發禁制令，原因在於 Trinity 僅要求公司董事會監督並針對該等具有危險性商品提出報告，並非意在「決定 Wal-Mart 之銷售產品」，更重要的是該等提案涉及足夠重大之社會政策議題而已超越「日常業務事項」，蓋危險物品之販售將嚴重影響社會安全與 Wal-Mart 之聲譽⁵²。該案於上訴到聯邦第三巡迴上訴法院後，法院轉而採取「三叉測試法」檢驗該等提案是否得予排除，即（一）提案內容是否屬於日常業務事項；（二）提案內容是否涉及重大之社會與公共議題；（三）提案內容是否超出日常業務之範疇⁵³。第三巡迴上訴法院最終判決 Trinity 敗訴，原因在於即便 Trinity 主張其提案僅係要求公司監督並審查其銷售產品此等「公司治理方案」，惟此等提案執行之後果實際上為「向 Wal-Mart 施壓，使其停止銷售特定危險物品」，故「形式審查」無異於允許 Trinity 以「巧妙之提案設計」作為規避 Rule 14a-8 之手段⁵⁴。法院以三叉測試法之論證大致為：該提案確實提出足夠重要之政策問題，即使其提案之內容非常廣泛且模糊；惟縱然合乎「重大政策」之要求，由於此提案所涉者係零售商與消費者互動政策的問題，並無超越該公司日常營運之範疇，蓋「販售商品種類」當然構成零售業務之基礎而與日常營運事項糾纏不清，故股東仍不具有直接干預之正當性⁵⁵。

自 SEC 與美國法院判決之態度以觀，皆能一窺美國法對於「日常營業事項」不容股東置喙之立場。本款排除事由之所以滋生如此豐富的爭議，其一源於美國

⁵⁰ *Id.* at 323, 328.

⁵¹ Wal-Mart Stores, Inc., SEC No-Action Letter, 2014 WL 409085, at *1 (Jan. 30, 2014).

⁵² Trinity Wall St. v. Wal-Mart Stores, Inc., 75 F. Supp. 3d 617 (D. Del. 2014), *rev'd*, 792 F.3d 323, *cert. dismissed*, 136 S. Ct. 630-631.

⁵³ Bainbridge, *supra* note 38, at 720. 第三巡迴上訴法院所提出之標準為先認定是否為一般日常業務事項，若然則進入第二階段之判斷。第二階段則包含兩個測試標準，即(1)提案內容是否涉及重大之社會與公共議題；(2)提案內容是否已超出日常業務範疇。學者指出法院提出之標準表面上為雙叉測試法，實際上則為三叉測試法。

⁵⁴ *Trinity Wall St.*, 792 F.3d at 341-344.

⁵⁵ See Bainbridge, *supra* note 38, at 720-728.

司法實務對於「日常營業事項」之範圍認定不一；其二在於有些提案在表面上未干涉業務內容、惟實際執行之結果可能干預經營決策。SEC 以本款允許公司排除之提案類型不勝枚舉，包含與公司經營決策、董事與高階經理人之薪酬、員工福利政策、特定產品銷售、公司會計政策相關之事項，或要求公司出具報告及進行額外揭露者⁵⁶。

第 13 款針對股息分派數額之排除事由，乃因盈餘分派決定屬州法之董事會權限。於本款事由增訂前，SEC 多以盈餘分派屬日常營運事項而允許公司排除之，惟隨後認知到盈餘分派對於股東利益牽涉甚鉅，亦涉及公司經濟與政策上之重大考量，似不能與「日常營運事項」同等視之，故增訂本款以絕爭議⁵⁷。案例上得排除之提案內容包含股利最少應發放之數額、股利發放之金額範圍、建立股利發放金額之計算公式等⁵⁸。惟亦有學者對於美國法下盈餘分派權限歸屬提出不同之觀察，即美國法並不認為盈餘分派具有「基本事項變更」之特性，無論其對於股東之經濟利益有多麼重要。相反地，此類決定被視為是一種一般日常營運行為。此外，法院實務上通常拒絕審查董事會在此一領域之決定，蓋其認為此決策屬董事會之「核心領域」，故應尊重董事會之商業判斷⁵⁹。無論如何，「盈餘分派」決定權在州法上不僅普遍上被賦予董事會，在股東提案規則上亦禁止股東干涉，均凸顯出「盈餘分派事宜」在美國法下屬「董事會專屬權限」。

第二款 辦事細則之界限

於美國法下，股東透過修訂辦事細則影響公司權限分配長久以來皆為股東會與董事會權限互動上極為重大之待解爭議。此爭議源自於：德拉瓦州公司法第

⁵⁶ 吳念真，再探股東提案權制度及其救濟途徑——以我國公開發行公司為中心，臺灣大學法律學研究所碩士論文，頁 50（2010 年）。

⁵⁷ 吳念真，同前註，頁 55。

⁵⁸ 吳念真，同前註。

⁵⁹ Lucian Arye Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 HARV. L. REV. 833, 847 (2005).

141 條(a)項規定除非該法或章程另有規定外，公司之營運及事務應由董事會管理或在其指示下進行。惟同法第 109 條(a)項及(b)項亦規定在不違反法令或章程之規定下，股東有權單獨修訂公司辦事細則，就涉及公司業務經營、事務管理及股東、董事、經理人或員工之相關權限加以規定。疑義出現在此二法規之間的衝突。若單從第 141 條以觀，其謂「若本法與章程另有規定」時，董事會之權力將受到限縮。股東透過第 109 條以辦事細則規範公司權力分配正屬「除本法令有規定」之情形，故股東以辦事細則限縮法律賦予董事會之廣大權限當屬合法；惟若自第 109 條之規定以觀，辦事細則之修訂亦「不得違反法令」，自亦不能違反第 141 條與其所掲載之「董事會中心」原則，因此以辦事細則限縮法定賦予董事會之權限應屬違法。一種桎梏於循環迴圈（recursive loop）中之論證由是而生⁶⁰。若純然以文義解釋，勢必重新陷入此等循環迴圈，故解釋此一爭議與兩法規間之相互作用時，應取決於潛在性的政策考量與法規文義以外之分析。此部分透過回顧美國法過往之實務案例，探析美國司法實務針對此一爭議所抱持之態度。更重要者係本文欲藉由此等「辦事細則界限」之爭議，試圖釐清美國法下「董事會專屬權限」之範圍。

最先引起矚目之案件係發生於 1996 至 1997 年之 *International Bhd. of Teamsters Gen. Fund v. Fleming Cos.*⁶¹ 案（以下簡稱 *Fleming* 案），此乃美國司法實務上首次較為明確表達立場之案件。案件事實略為：*Teamsters* 為 *Fleming* 公司之股東。*Teamsters* 於 1997 年提出「具拘束力之股東提案」，提案內容為：(一) 撤回 *Fleming* 公司現有且為期十年之毒藥丸計畫；(二) 除非取得股東會同意，公司不得採用或維持現有之毒藥丸計畫，並應贖回所有現有之相關權利。*Fleming* 公司主張此一提案在奧克拉荷馬州公司法下屬於「不適宜由股東會議決」之提案，故依 Rule 14a-8(i) 之第一款排除該等提案，*Teamsters* 於是向奧克拉荷馬州之聯邦

⁶⁰ Jeffrey N. Gordon, "Just Say Never?" *Poison Pills, Deadhand Pills, and Shareholder-Adopted Bylaws: An Essay for Warren Buffett*, 19 CARDOZO L. REV. 511, 546 (1997).

⁶¹ International Broth. of Teamsters General Fund v. Fleming Companies, Inc., 975 P.2d 907, (Okla. 1999).



地方法院起訴 Fleming 公司，請求法院裁定命 Fleming 公司將該等提案列入委託書之徵求聲明中⁶²。

聯邦地方法院最終裁定 Fleming 公司不得排除該提案，主要理由為：(一) 奧克拉荷馬州公司法 1013 條(a)項規定股東有權增訂或修正公司之辦事細則，且第 1038 條雖賦予董事有設定股份權利條款之權限，惟並未禁止股東介入此事項，故此等修正辦事細則之提案應屬適宜由股東會議決者；(二) 拒絕股東干預及審查此等權利計畫將使最終決策權限交由極具「利益衝突」之董事，且股東權利計畫將影響股票之流通性，此已超越了股東可控制的範圍⁶³。嗣後，Fleming 公司上訴至聯邦第十巡迴上訴法院，亦遭駁回。在此上訴期間，第十巡迴上訴法院曾向奧克拉荷馬州最高法院發函詢問：「依照奧克拉荷馬州公司法，是否賦予董事會有創設及執行股權計畫之排他性權力？股東得否提案要求股權計畫應經股東會同意？」奧克拉荷馬州最高法院之回覆則為：「奧克拉荷馬州法律並未將創設及執行股權計畫之權力排他性地授予董事會，故若章程未有特別規定，股東會得提案要求股權計畫應經股東會同意。」其理由主要有兩點：(一) 依該州公司法第 1038 條取得創設及執行股權計畫之主體為「公司」而非「董事」，董事並不因此條取得排他性權力；(二) 已有許多先例允許股東針對股票選擇權計畫表決與核准⁶⁴。

Fleming 案乃美國實務上第一次針對辦事細則界限之爭議提出明確見解，惟正如文獻所述，該案之論證過於簡略，且刻意迴避了最重大的核心爭議：股東透過辦事細則限縮董事會權力之界限為何⁶⁵。此外，該案係以奧克拉荷馬州公司法

⁶² Lawrence A. Hamermesh, *Corporate Democracy and Stockholder-Adopted By-Laws: Taking Back the Streets?* 73 TUL. L. REV. 409, 421-423 (1998).

⁶³ Transcript of Oral Arguments on Motions for Summary Judgment at 31-32, *Fleming* (Nos. 97-6035, 97-6132).

⁶⁴ 胡浩叡，股份有限公司內部機關之研究——以權限分配與公司治理為中心，臺灣大學法律學研究所碩士論文，頁 97-98 (2002 年)；黃柏嘉，股份有限公司股東會與董事會權限劃分——論章定股東會權限範圍，政治大學法律學研究所碩士論文，頁 46 (2011 年)。

⁶⁵ Hamermesh, *supra* note 62, at 424; Charles F. Richards, Jr. & Robert J. Stearn, Jr., *Shareholder By-Laws Requiring Boards of Directors to Dismantle Rights Plans Are Unlikely to Survive Scrutiny Under Delaware Law*, 54 BUS. LAWYER. 607, 632 (1999).



作為審查的基礎，令諸多美國學者對於該等議題若發生在德拉瓦州將有何種闡釋產生莫大興趣。整體而言，*Fleming* 案並未能在辦事細則適法性之爭議中劃定股東會與董事會之權限界限，亦未能從中一窺美國法下董事會專屬權限之概念。

於 2008 年發生之 *CA, Inc. v. AFSCME Employees Pension Plan*⁶⁶一案（下稱 *AFSCME* 案）使德拉瓦州法院終於有機會針對此一爭議發表意見。案例事實略為：CA 公司之股東 AFSCME 退休基金向 CA 公司提出一項股東提案，要求修訂公司之辦事細則。其修訂之內容為增訂一項規定，在符合以下條件時，公司針對股東因自行提名董事候選人及徵求委託書所支出之相關費用應予補償：（一）股東所提名之董事人數不超過應選人數之半數；（二）股東所提名之候選人有一位以上當選；（三）公司未採累積投票制；（四）董事選舉及相關費用之支出須於辦事細則修改後⁶⁷。該提案旨在強化股東於董事選舉之提名權與選舉權，避免股東自行提名董事所需付出之龐大成本減少其參與公司事務之誘因⁶⁸。CA 公司認為該提案違反 Rule 14a-8 條(i)項多款規定，故擬排除提案並向 SEC 函請核發無異議函，AFSCME 亦提出理由反駁 CA 之見解⁶⁹。最終 SEC 認為該等提案是否符合 Rule 14a-8 條(i)項第一款之「根據州法不適宜由股東會議決」與第二款之「提案之執行將違反法律規定」涉及德拉瓦州公司法之解釋，故依據甫修正之德拉瓦州憲法聲請該州最高法院針對此疑義加以確認並解釋。

該提案是否「根據德拉瓦州公司法不適宜由股東會議決」？最高法院最終採取了有利於 AFSCME 之解釋，認為該提案為股東所得提案之適當事項。於此問題中，法院之論證分成兩部分：第一部分乃確立德拉瓦州法下，股東透過辦事細則決定公司事務分配時不得違反第 141 條(a)項所揭示之「董事會獨佔經營權限」理念。大致論述為許多實務先例皆透露出美國法下「董事會中心」原則乃是公認

⁶⁶ *CA, Inc. v. AFSCME Empls. Pension Plan*, 953 A.2d 227 (Del. 2008).

⁶⁷ *Id.* at 227, 229-230.

⁶⁸ 邵慶平（註 20），頁 269-274。

⁶⁹ “Our Opinion is that the Proposed Bylaw is valid under Delaware law and that Delaware law recognizes stockholders' ability to enact bylaws such as the one contained in the Proposal.” AFSCME 主張根據德拉瓦州法，股東擁有修訂辦事細則之權限，該等提案自不違法。

的（well-established），故法院認為第 109 條股東修訂辦事細則之權限並非第 141 條(a)項之「除本法另有規定」，反而是股東透過 109 條決定公司事務時，不得違反第 141 條(a)項⁷⁰。



惟於第二部分，法院反而肯認了 AFSCME 之訴求，原因在於該辦事細則所增訂之董事選舉事宜乃「程序性事項」(the process of electing directors)，應屬股東提案之適當事項。此等「疑似」放寬標準的大致論證為：其意識到若將任何可能使董事會經營權限受到限制之辦事細則均解為違法，此種論證推演到極致將完全抹滅股東修訂辦事細則之權力⁷¹；接著，法院在回顧過往判例佐證此一論點之際，首先援引 *Hollinger*⁷²一案，認為辦事細則之適當功能並不在於引導董事會如何作成實質、具體之經營決策，而是「界定該等決策作成之過程與程序」⁷³。其復援引 *Gow*⁷⁴一案，提出辦事細則之定位為「便利公司運作」之自治規則。總而言之，法院在此部分提出「程序」與「實質」之區分標準，主張以辦事細則規範公司運作之程序性事項並不會侵越第 141 條(a)項之董事會經營權限，並由此認定 AFSCME 之提案旨在強化股東提名董事候選人之誘因及董事選舉程序之公正性，故實際上雖已涉及公司資產之處分，惟難謂此屬「實質性之經營決定」而侵越董事會之經營權限⁷⁵。

針對第二個問題：該提案在執行後是否違反法律？法院採取了肯定見解，蓋該等提案可能在特定情形下迫使董事會違反受任人義務。法院援引了 *Paramount*⁷⁶ 案及 *Quickturn*⁷⁷ 案，說明特定條款之執行若將使董事無法履行其受任人義務，將被認為無效。以本件為例，若 AFSCME 之提案通過，董事會即必須對於符合此一提案規定之股東的支出均加以補償，即使該股東決定自行提名董

⁷⁰ See *CA, Inc.*, 953 A.2d 232 n.7.

⁷¹ See *id.* at 234.

⁷² *Hollinger International, Inc. v. Black*, 844 A.2d 1022, 1078-79 (Del. Ch. 2004).

⁷³ See *CA, Inc.*, 953 A.2d 234-235.

⁷⁴ See *Gow v. Consolidated Coppermines Corp.*, 165 A. 136, 140 (Del. Ch. 1933).

⁷⁵ See *CA, Inc.*, 953 A.2d 235-236.

⁷⁶ *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994).

⁷⁷ *Quickturn Design system, Inc. v. Shapiro*, 721 A.2d 1281 (Del. 1998).

事候選人參與角逐的目的有害於公司之利益，董事會亦不能拒絕補償其支出。此等剝奪董事會裁量權的規定，將使得董事會無法針對個案考量公司利益而為決策，從而可能違反德拉瓦州公司法中要求董事必須履行受託義務、謹慎執行職務的規定⁷⁸。準此，法院認為該項提案依 Rule 14a-8(i)第二款可予排除。

觀諸美國法院對「辦事細則界限」之態度，頗為搖擺不定。*Fleming* 案雖明顯透露出對股東決策之寬容態度，惟法院之論證並不細緻，似乎純然訴諸法規文義解釋，而未深刻解釋董事會與股東會權限分配之界限；*AFSCME* 案終於較明確的採定立場：日常業務經營權限歸屬於董事會，股東會不得以辦事細則僭越此權限，且明確表示德拉瓦州公司法第 109 條之位階低於第 141 條。惟 *AFSCME* 案亦在「獨尊董事會」之精神中謀求有利於股東之解釋，其提出以「程序面向」與「實質面向」作為區分標準，僅有在股東「實質性」地干預經營業務事項時，始僭越了董事會之權限。

美國學界意見則莫衷一是。就德拉瓦州公司法第 109 條(b)項與第 141 條(a)項之關係，學者提出可能存在之三種解釋⁷⁹：（一）141(a)應優先於 109(b)：有學者採取「董事會中心」之立場。其所持理由除無論從政治學、經濟學角度出發，董事會集權皆為較優之政策選擇，亦提及法規中並無劃定「侵犯」董事會權限之界線，其標準因此難以類型化，故最佳之方法乃否定任何侵越董事會權限之條款，除非法律明文允許⁸⁰；（二）109(b)應優先於 141(a)：此見解著眼於 109(b)明文允許股東透過辦事細則規範公司與董事之權利義務，若將 141(a)置於 109(b)之上，將使 109(b)完全失去存在意義，蓋任何條款在某程度皆會影響董事會之權限⁸¹；（三）141(a)與 109(b)並無明確優劣順序，而應在兩者之間謀求合理界線——即

⁷⁸ 邵慶平（註 20），頁 269-270。

⁷⁹ Brett H. McDonnell, *Shareholder Bylaws, Shareholder Nominations, and Poison Pills*, 3 BERKELEY BUS. L.J. 205, 214 (2005).

⁸⁰ Hamermesh, *supra* note 65, at 444-467.

⁸¹ Julian Velasco, *Just Do It: An Antidote to the Poison Pill*, 52 EMORY L.J. 849, 852-53 (2003); R. Matthew Garms, *Note, Shareholder By-Law Amendments and the Poison Pill: The Market for Corporate Control and Economic Efficiency*, 24 J. CORP. L. 433, 443 (1999).

允許 109(b)更動部分董事會權限，但 141(a)亦應作為這種權限變更之限制：有別於前開兩種見解之極端取向，部分學者採取較為折衷之路徑，試圖在光譜之兩端謀求合理之結論。即有學者以「具體經營決策」與「結構性的治理事務」作為區分標準，若股東干預之事務為前者則侵犯董事會之權限，蓋此種事務若由股東決策將帶來較嚴重之弊端⁸²。亦有學者提出了四組類型化標準，分別為「日常事項/基本事項」(Ordinary vs. "Fundamental")、「積極指令/消極限制」(Affirmative Orders vs. Negative Constraints)、「實質事項/程序事項」(Substance vs. Procedure)、「業務決策/公司治理事務」(Business Decisions vs. Corporate Governance)，並認為若辦事細則規範前者則侵犯董事會之權限⁸³。

第三款 敵意併購防禦措施

敵意併購防禦措施之權限爭議乃美國法下董事會「獨享經營權限」之另一明證。於美國法下所發生之敵意併購防禦措施案例五花八門，本文於此僅述及部分德拉瓦州之經典案例，藉以闡釋美國法下敵意併購防禦措施權限「專屬」於董事會之立場。

於 1985 年之 *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co.*⁸⁴ 案(下稱 *Unocal* 案)，為德拉瓦州涉及敵意併購防禦措施最經典之案例，該案明確揭示建置防禦措施乃董事之固有權限 (Inherent Power)。案例事實略為：Mesa 公司在持有 Unocal 公司 13%在外流通之股份下，對 Unocal 公司展開敵意公開收購。Mesa 公司所採取者乃二階段之收購，於第一階段以每股 54 元收購 Unocal 公司 37%以上之股權，於第二階段則宣稱將以價值 54 元之垃圾債券 (junk bonds) 進行逐出合併 (Freeze-out Merger)。*Unocal* 公司之董事會認為該收購價格遠低於公司股份之真

⁸² Gordon, *supra* note 60, at 546-551.

⁸³ John C. Coffee, Jr., *The Bylaw Battlefield: Can Institutions Change the Outcome of Corporate Control Contests?* 51 U. MIAMI L. REV. 605, 613-615 (1997).

⁸⁴ *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

實價值，故於董事會決議後採取「自我公開收購」(Self-Tender)，亦即由公司自己成為「競爭收購者」，並排除敵意併購者參與應賣之方式。Unocal 公司甚至於收購時表明若 Mesa 公司第一階段之收購取得 Unocal 公司超過 50% 之股權，其將以相當於 72 元之垃圾債券收購剩餘股份。此等對於 Mesa 公司與其他股東「差別待遇」之方式毋寧為防止 Mesa 公司成功併購之巧妙策略，蓋 Unocal 公司本身提出之收購價格遠大於 Mesa 公司所提出者，則 Unocal 公司之原有股東自然傾向保留持股而應賣股份於 Unocal 公司，從而使 Mesa 公司收購股份受到強力阻礙，且實際上亦不會使 Unocal 公司必須收購剩餘股份。Mesa 公司認為 Unocal 公司之「Mesa 除外條款」係差別對待同為公司股東之 Mesa 公司而違反董事受任人義務，於是向法院申請禁制令 (Preliminary Injunction)。案經上訴至德拉瓦州最高法院，其主要爭點即為：Unocal 公司之董事會若有合理理由相信該敵意併購將傷害公司利益時，董事會是否有權力及義務反對該敵意併購之威脅，若答案是肯定的，則董事會所採行之防禦措施是否受到經營判斷法則之保護⁸⁵？

有關董事會專屬權限之部分即為本件之先決問題：「董事會有無權限建置防禦措施？」法院採取肯定見解，其論證有二：(一)「董事會有權力採行防禦措施以回應敵意併購，乃源自於其負有保護公司財產（包括股東在內）免受任何方面損害之重大義務與責任」；(二)「依據德拉瓦州公司法第 141 條(a)項之規定，董事會擁有公司之經營業務之權限，採取防禦措施抵制敵意併購之權限即包含在此固有權限範圍 (Inherent Powers) 之內。」關於第二個問題，法院指出董事在敵意併購發生時處於劇烈之利益衝突，故在受經營判斷法則保護之前應受更嚴格之司法審查，從而創設了「附條件之經營判斷法則」⁸⁶。

⁸⁵ 參照：劉連煜，敵意併購下目標公司董事的受任人（受託）義務——以開發金控敵意併購金鼎證券為例，政大法學評論，125 期，頁 16 (2012 年)；劉彥皇，公司敵意併購防禦措施之研究，中原大學財經法律學系碩士論文，頁 155-156 (2007 年)。

⁸⁶ 法院提出了兩項審查標準：(1) 董事必須證明：「基於合理理由 (reasonable grounds) 相信，敵意併購將對公司之政策與效率造成危險」；(2) 董事必須證明：「其採取的防禦措施與敵意併購所造成之威脅間，具有合理關聯性」。See Stephen M. Bainbridge, *Unocal at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers*, 31 DEL. J. CORP. L. 769, 799 (2006).

緊隨 *Unocal* 案發生之 *Moran v. Household International, Inc.*⁸⁷一案（下稱 *Moran* 案）中，法院再次重申此意。案例事實略為：Household 公司董事會基於對日益頻繁的「破壞性收購」("bust up" takeovers) 之擔憂，唯恐 Household 公司可能成為此類收購公司的目標，決議通過股東權利計劃此等預防性措施（或稱毒藥丸計畫）。該權利計畫之內容為股東在下列啟動條件成就下，每一普通股得認購一股的優先股：(一) 任何人對 Household 公司發動以取得 30%以上股權之公開收購；(二) 任何個體或團體取得 Household 公司 20%以上之已發行股份。John Moran 亦為 Household 公司之董事，惟反對該股東權利計劃。Moran 同時擔任 Household 公司最大股東 Dyson-Kissner-Moran Corporation 的董事長，共同提出訴訟主張該股東權利計畫無效。

針對董事會是否有權提出毒藥丸計畫，法院採肯定見解。其說明：「在公司設立章程有記載的情形下，德拉瓦州公司法第 157 條賦予公司董事會有發行股票選擇權（stock option）之權限。」詳言之，雖然德拉瓦州公司法第 157 條僅規定該權限屬於公司⁸⁸，但是法院再度強調依據第 141 條(a)項授與董事會「固有權限」之規定，已提供董事會額外的權限以制定股東權利計畫⁸⁹，因此採用「毒藥丸」此種反併購措施之權限應專屬於董事會。在肯定董事會有權建置毒藥丸計畫之前提上，法院於審查 Household 公司董事會是否受經營判斷法則保護時認為：董事會會議紀錄反映部分董事所擔心的事情，係關於在金融服務業持續增加的併購案件，故肯認 Household 公司董事會係「合理地相信 Household 公司易受敵意併購策略之傷害而採取一個合理的防禦措施以保護其自身。」⁹⁰因此其決定當受經營判斷法則所保護。

經過 *Unocal* 及 *Moran* 兩案中，美國實務對於目標公司董事會享有「敵意併購防禦措施」之權限已成定論，並為往後判決見解所依循。縱然後續之法院見解

⁸⁷ *Moran v. Household Int'l, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

⁸⁸ See DEL. CODE ANN. tit. 8, §157(a) (2023).

⁸⁹ *Moran*, 500 A.2d at 1353.

⁹⁰ *Id.* at 1346.

針對不同個案、不同利害衝突情形及牽涉股東專屬權限而產生標準各異之司法審查⁹¹，惟「董事享有建置反併購措施之權限」一事洵屬的論。

在 *Unocal* 案及 *Moran* 案之論證中，法院一再強調德拉瓦州公司第 141 條(a)項之經營權限乃「固有權限」，以此說明既然防禦措施亦屬經營之一環，當然為董事之權限。此等「固有權限」之意涵與本文所述之「董事會專屬權限」具有有趣之呼應關係。依照美國法之思維，「固有權限」的意涵較類似於董事會「與生俱來」之「法定權限」，與之相對的概念即為由「股東授權」而來之權能。惟若進一步思考，相對於後者概念下得由股東以委託人之地位自由增減受託人之權力，「固有之法定權限」即隱含著不容股東超越法律之「專屬」與「排他」性質，與「董事會專屬權限」具有相同之實質內涵。

此外，*Moran* 案透過德拉瓦州公司法第 141 條(a)項將同法第 157 條之權限授予董事會。此論證與前述之 *Fleming* 案相比，更能凸顯本案法院認為「日常經營權限」乃股東不得僭越之範疇。首先，*Fleming* 案發生地奧克拉荷馬州公司法與 *Moran* 案發生地德拉瓦州公司法皆有類似之規範文義，即創設及執行股權計畫之主體為「公司」。*Fleming* 案之所以不允許公司排除涉及毒藥丸計畫之辦事細則修正案，原因其一乃該案最高法院認為奧克拉荷馬州公司法第 1038 條謂創設及執行股權計畫之主體為「公司」——而非「董事」，故董事並不因此條取得排他性權力，由此產生股東干預此等日常經營事項之空間；相對而言，*Moran* 案卻不因德拉瓦州公司法第 157 條之主體為「公司」而排斥董事會之權限，反而認為第 141 條(a)項之內涵足以作為董事享有創設股權計畫之權限之明證。兩案之態度一加印證，即可知 *Moran* 案（或說德拉瓦州法）之態度乃董事之日常經營權限「不得被僭越」，故無論法條文字如何規範皆不會影響董事之排他性權力；*Fleming* 案則未有此等具體明確之立場，或是其並未意識到此解釋可能減損董事對於日常業務經營之壟斷。

⁹¹ 德拉瓦州法院針對個案所建構之不同審查標準參照：劉連煜（註 85），頁 13-34。



第四項 美國之大小公司治理分流——以權限劃分為中心

第一款 概說——美國法下「大小分流」之演進

本文於第三項：「董事會專屬權限」中從股東提案範圍、辦事細則界限與敵意併購防禦措施等面向切入，推論出美國法下強調董事會享有「日常經營業務」之排他權限。惟此等論點僅適用於「公開發行公司」，蓋美國法亦透過各種法規建構出不同規模公司適用不同公司治理概念之模式。以下本文欲先鳥瞰美國法下大小公司治理分流之雛形，再聚焦至「機關內權限劃分」之大小分流，特別是分流概念下受到調整之「董事會專屬權限」。

在美國法之股份有限公司概念下，或可初步的區分為「公開發行公司」與「非公開發行公司」。前者指涉其股份乃依 Securities Act of 1933（下稱聯邦證券法）於證券市場公開發行者，其名「公開發行」（Publicly Held）乃源自於其股份公開對外接觸投資大眾之特質；相對而言，後者則因股份並未公開在外流通而具有相當程度之閉鎖性質，故亦被廣泛地稱作「閉鎖性質公司」（Closely Held Corporation）。惟須注意者乃「非公開發行公司」、「閉鎖性質公司」 Closely Held Corporation 與「閉鎖性公司」 Close Corporation 非必然指涉同一概念。例如《模範商業公司法》、紐約州商業公司法等將兩者等同視之；德拉瓦州公司法、《模範法定閉鎖性公司補編》則認為僅有符合特定之法律要件始屬法定之 Close Corporation，例如一定之人數限制，即認為兩者非屬同一；亦有逕以 Closely Held Corporation 指稱法定閉鎖性公司者，如明尼蘇達州法《商業、社會與慈善組織》編中之規定。觀諸文獻，Close Corporation 與 Closely Held Corporation 雖因各州法制用語不同而有混用之情形，然從兩者實質內涵以觀，Close Corporation 之範圍較窄，多限於已於公司章程載明維持閉鎖狀態之公司；Closely Held Corporation

則廣泛指涉一般在經營狀態上具有閉鎖性質之公司，包含欠缺公開流通市場之非公開發行股票公司。以我國法作為比較對象，Closely Held Corporation 較類似於我國之非公開發行公司，Close Corporation 則較類似閉鎖性股份有限公司⁹²。

美國法早期並未意識到公司規模差異對於公司治理模式之影響，公司法制圍繞著大型公司演進與改革，且以同一套制度適用於所有類型之公司。論者對於此等現象提出三種原因：（一）二十世紀初期之大併購熱潮此等「經濟發展因素」促使大型公司迅速崛起；（二）二十世紀初期之公司法域競爭趨使各州轉向符合大型公司經營與治理之方向發展；（三）公司本質論從強調股東地位之「集合理論」（Aggregate Theory）漸漸轉變至削弱股東影響力、大幅強化董事會權限之「自然法人實體理論」（Natural Entity Theory）。往後，小型公司為因應此等以「大型公司」作為治理模型之法規，咸有利用股東協議與私人契約之方式意圖調整公司內部權利義務而突破公司法之強行規範，惟 1920 年以前法院針對此類安排之合法性常採取否定之見解⁹³。

惟於 1940 年代之後，因公司法適用於小型公司所產生之扞格漸增，各州之司法實務與立法開始積極回應此等訴求。司法實務之演進上，1946 年之 *Steven v. Hale-Haas Corp.*⁹⁴ 一案，威斯康辛州法院認為少數股東壓迫行為之認定，如以股票發行價格明顯低於其價值之情形作為證據，使用於 close corporation 之證明力將大於使用於大型公開公司。於 1960 年之 *Trager v. Schwartz*⁹⁵ 案、*Crane Valley Land Co. v. Bank of America*⁹⁶ 案與 *Freeman v. King Pontiac Co.*⁹⁷ 案中，法院皆有類似之論述：「小型家族企業通常在較為寬鬆之程序下運營，也不應依照大型商

⁹² 參照：黃琪禎，我國非公開發行公司治理路徑之探尋——從法制建構和實務運作出發，臺灣大學法律學研究所碩士論文，頁 104-106 (2018 年)。

⁹³ 參照：邵慶平、施昭邑，閉鎖性股份有限公司之股東人數上限的反思，財金法學研究，1 卷 1 期，頁 50-55 (2018 年)。

⁹⁴ *Steven v. Hale-Haas Corp.*, 249 Wis. 205, 221, 23 N.W.2d 620 (1946).

⁹⁵ *Trager v. Schwartz*, 345 Mass. 653, 189 N.E.2d 509 (1963).

⁹⁶ *Crane Valley Land Co. v. Bank of America*, 182 Cal. App. 2d 166, 173, 5 Cal. Rptr. 731, 736 (Dist. Ct. App. 1960).

⁹⁷ *Freeman v. King Pontiac Co.*, 236 S.C. 335, 350, 114 S.E.2d 478, 485 (1960).

業組織的嚴格標準來審視。」並在此等小型公司未踐行法定程序下肯認其行為效力⁹⁸。於 1964 年之 *Galler v. Galler*⁹⁹一案中，針對限制董事會權力之股東協議¹⁰⁰，相對於過往實務普遍採取保守且消極之態度，伊利諾州最高法院肯認了其合法性。法院在利益衡量上，認定閉鎖性公司對企業彈性的需求優先於董事會享有股息分派與薪酬決定此等權限之政策，並有以下之論述：「閉鎖性公司應自成一格地以特殊的法律制度來處理乃一種漸趨明確的趨勢。」儘管當時伊利諾州之公司法尚未有針對閉鎖性公司之規範，最高法院仍肯認閉鎖性公司中「剝奪董事會權限」之股東協議合法性¹⁰¹。於立法上，各州為因應大小公司有不同法制需求之趨勢，亦漸漸針對 Close Corporation 制定新法，或以立法方式將判例所提出之見解或商業上早已慣行之實務明文化。於 1967 年德拉瓦州率先採用以專節規範 Close Corporation 制度之立法模式。嗣後，另有其他十五個州跟進採取相同作法¹⁰²。

第二款 董事會專屬權限之大小分流——以股東協議為例

美國法意識到大小公司應有不同治理需求，故透過司法實務與立法形成大小公司治理分流之趨勢。本款將更聚焦於美國法下公司內部機關權限劃分政策上之大小分流制度，特別是釐清小型公司或閉鎖性公司之「董事會專屬權限」範圍，是否與大型公司有所不同。

首先，本文第三項第一款所提及之股東提案權範圍無法作為推論小型公司董事會專屬權限之依據，蓋 SEC 所發布之委託書規則 Rule 14a-8 僅適用於公開發行公司¹⁰³，故涉及「日常業務經營」與「盈餘分派」之事項是否仍屬不可僭越之

⁹⁸ F. Hodge O'Neal, *Development in the Regulation of the Close Corporation*, 50 CORNELL L. Q. 641, 652 (1965).

⁹⁹ *Galler v. Galler*, 32 Ill. 2d 16, 203 N.E.2d 577 (1964).

¹⁰⁰ 該股東協議的內容是明確約定公司「股息分派」與「員工遺孀津貼額度」事宜。

¹⁰¹ Steven C. Bahls & Marcelle Compton Quist, *The ABA Model Statutory Close Corporation Act: A New Opportunity for "Made In Montana" Corporations*, 49 MONT. L. REV. 66, 75 (1988).

¹⁰² 邵慶平、施昭邑（註 93），頁 56-58。

¹⁰³ 適用範圍包括對下列標的所為之徵求行為：(一) 於證交所交易之有價證券；(二) 依相關規定於櫃檯買賣場所註冊之權益證券，且持有該證券之記名股東超過 500 人、發行人之資產總額超

範疇即有疑義；曾於「辦事細則界限」表態之 *Fleming* 案與 *AFSCME* 案皆為公開發行公司，故即使法院判決在 *AFSCME* 案一再強調股東不得僭越董事獨掌之日常業務經營權限，其概念亦僅適用於公開發行公司；於敵意併購防禦措施之案件中，*Unocal* 案與 *Moran* 案亦皆為公開發行公司公開收購時所產生之疑義，法院見解所述之日常經營權限為董事之「固有權限」（Inherent Power）之論點仍僅適用於公開發行公司。由此可見，上述強調董事會「專屬權限」範圍之論點，皆未適用於非公開發行公司。

自上開實務見解以觀，僅可推斷美國實務並未對非公開發行公司之董事會專屬權限發表意見，尚難以此認定立法者或司法實務有區分大小公司治理模式之意。惟若從「涉及董事權力之股東協議」之角度出發，即可窺知美國法確實認為「董事會專屬權限」應有大小分流之必要¹⁰⁴。

涉及限制董事會權力之股東協議中，早期法院原則上採取否定其效力之態度，原因在於該協議已剝奪公司法賦予董事之經營權限。例如 1918 年之 *Manson v. Curtis*¹⁰⁵ 案與 1934 年之 *McQuade v. Stoneham*¹⁰⁶ 案，前者涉及協議條款規定由特定人管理公司之業務經營，後者涉及協議條款事前排除董事會處理有關經理人任免、薪酬及其他委任職員之公司政策，法院皆因協議侵犯董事之法定職權而認定無效。惟兩案表面上雖均被認定協議無效，實際上法院於判決內容中尚透露「若全體股東一致同意，於不影響債權人之利益下，得選擇如何安排公司事務與資產」。於 1936 年之 *Clark v. Dodge*¹⁰⁷ 案，係早期法院少數對於涉及董事權力之股東協議認定有效之案例。此案中，公司僅有之二股東簽訂股東協議，約定原告擔任公司董事及總經理之職位，並以公司利潤之四分之一做為薪酬。法院認定本案董事之

過 1,000 萬美元者；（三）投資公司已註冊之有價證券。參照：吳念真（註 56），頁 33。

¹⁰⁴ 以下涉及董事權力之股東協議演進，參照：陳一心，論股東協議制度——以表決權拘束契約與涉及董事權利義務之股東協議為中心，臺灣大學法律學研究所碩士論文，頁 68-70(2022 年)。；劉晏如，股東協議之研究，臺灣大學法律學研究所碩士論文，頁 29-34 (2017 年)。

¹⁰⁵ *Manson v. Curtis*, 119 N.E. 559 (N.Y. 1918).

¹⁰⁶ *McQuade v. Stoneham*, 2 263 N.Y. 323 (N.Y. 1934).

¹⁰⁷ *Clark v. Dodge*, 269 N. Y. 410, 199 N. E. 641 (1936).

權限僅受到「微量」或「可忽略」的侵害，且無其他少數股東的權益遭受損害，故肯認該協議之有效性。惟於其後發生之 *Long Park, Inc v. Trenton-New Brunswick Theatres Co.*¹⁰⁸ 案中，法院仍隱約透露出其對董事權限之堅守立場，認為股東僅得在「侵害董事權限並非過鉅」之情形下彈性的制定股東協議。該案之所有股東皆為契約當事人，並同意由某一股東全權處理公司經營長達 19 年，且約定若其他股東不滿意該經營股東的表現，應透過提出仲裁解除其職務。法院認定該協議無效，蓋相較於 *Clark* 案，該協議條款已非對法規之輕微偏離，而是徹底剝奪董事會選任或監督公司經營階層的權力。

於 1960 年代，法院開始意識到小型公司不應強行適用設計給公開發行公司之公司法，故對於涉及變動董事權力之閉鎖性質公司股東協議開始採取寬認之態度。於 1964 年之 *Galler v. Galler*¹⁰⁹ 案對於權限劃分之大小分流具有重大之意義。該案中 Benjamin 和 Isadore Galler 兄弟共同經營一間藥廠，Benjamin 與其妻子共同持有公司 47.5% 的股份，Isadore 與妻子亦然，僅餘之 5% 股份由一公司員工持有，Benjamin 和 Isadore 並簽訂一股東協議約定：「(1) 雙方有權各派兩名董事；(2) 公司將依最低盈餘限額派發利潤；(3) 公司將給付遺孀津貼。」法院最終肯認該協議之效力並判定執行，除認定該案中之少數股東並無反對及協議條款本身合理，最重要即為該公司型態係閉鎖的。於 1980 年之 *Zion v. Kurtz*¹¹⁰ 案中，兩位股東簽訂股東協議，約定公司之所有經營行為均須經過原告股東之同意，惟被告股東則在未經原告股東同意下私自決策了多項經營行為。需注意的是當時德拉瓦州公司法已有明文規定得由特定股東取代董事執行公司業務，惟必須於公司章程上載明。惟本案之股東協議並未於公司章程上載明，法院仍以章程得再透過調整載入該股東協議，與該協議本質上並未違反紐約州的公共政策為由，認為並無理由阻止股東協議的執行。

¹⁰⁸ *Long Park, Inc. v. Trenton-New Brunswick Theatres Co.*, 77 N.E.2d 633 (N.Y. 1948).

¹⁰⁹ *Galler*, 32 Ill. 2d 16, 203 N.E.2d 577.

¹¹⁰ *Zion v. Kurtz*, 50 N.Y.2d 1060, 410 N.E.2d 760, 431 N.Y.S.2d 1032 (N.Y. July 8, 1980).

自案例法之演進以觀，可知早期美國法院雖經常否定涉及限制董事權力之股東協議之效力，惟於判決內已能窺見「允許全體股東同意簽訂彈性之股東協議」之端倪，隱約透露出閉鎖性質公司應有相異處理方式之觀念。惟 1960 年前，法院至多認為全體股東同意之股東協議得在「不過度侵害董事權力」之情形下重新劃分公司內部權限。至 1960 年代之 *Galler* 案以降，法院始明確承認小型公司有以股東協議自行劃分公司內部權限之需求¹¹¹，並以少數股東是否遭受侵害、是否有股東全體同意作為肯認其效力之前提要件。由此可知，案例法上已不再堅持日常經營權限在閉鎖性質公司仍專屬於董事會之精神，此等概念亦漸漸透過法律明文化。

美國模範商業公司法第 7.32 條(a)項規範涉及下列事項之股東協議對股東及公司有效，即使其協議內容與本法規定不一致¹¹²：

1. 廢除董事會或限制其權力
2. 針對股息與盈餘之分派權限進行安排，不論是否與股權數成比例
3. 決定董事與經營階層之人選，或其選任與解任事項
4. 規定股東間、董事間或股東與董事間的表決權行使或分配，不論是針對一般性事務或特定事務
5. 公司所有成員間（包含董事、股東、經理人與員工）對財產使用、移轉或服務提供之條件進行約定
6. 全部或部分授權於一名以上股東或其他人行使公司權力或管理公司之業務
7. 應股東之請求或於特定情事發生時解散公司
8. 其他有關公司權力行使與公司業務或事務管理之權限分配、或規範股東、董事與公司間的關係或其彼此間的關係之情形，且並未違反公共政策的

¹¹¹ 惟並非 *Galler* 案過後法院即產生穩定見解，仍有許多判決並未依循此等寬認之態度。See Bahls & Quist, *supra* note 101, at 75.

¹¹² M.B.C.A., § 7.32(a) (2023).



於同條(b)項規範此類股東協議之合法性要件：(1)協議內容須規定於公司章程或辦事細則中並經協議時全體股東同意，或規定於經協議時全體股東簽名的書面協議中並經告知於公司；(2)除該協議另有約定，否則該協議的變更須得變更時全體股東的同意；(3)有效之期限為 10 年，除非協議另有規定¹¹³。(e)項則規定該協議涉及董事權限之限制，則亦同時免除董事原先因此等權限而負有之忠實義務，而改由因協議而取得前述權限之股東負擔¹¹⁴。在 2016 年修正前，(d)項規範具有重要意義：「當公司股票在證券交易所上市或在國家或附屬證券協會的市場上定期交易時，本節所授權之協議將失去效力。若協議因任何原因失去效力，且公司章程或辦事細則仍存在該協議，董事會得於欠缺股東同意之情況下通過對公司章程或細則的修正案，刪除有關該協議之條款。」¹¹⁵惟晚近實證統計顯示公開發行公司之股東間亦不乏締結股東協議、針對公司事務加以安排之情形，故於 2016 修正時即刪除本條(d)項有關股東協議在公司於全國性證券交易所上市後失效之規定¹¹⁶。

美國模範商業公司法第 7.32 條各項規定昭示一個概念：相對於大型公司之董事會享有廣泛且排他性之經營權限，立法者毋寧更著重於賦予小型公司內部自行決定權力分配之彈性，故董事會之地位已不再神聖而不可侵犯。此從 2016 年修正前之(d)項規定此等協議僅得適用於非公開發行公司，及(a)項許多事項皆明顯侵越董事會權力範圍——例如公司事務之管理、經理人之選任、盈餘分派等，即可得知。此外，根據模範商業公司法第 7.32 條之註釋，本條列舉的股東協議類型往往抵觸公司法規定，惟渠等公司法規定之制定乃立基於經營與所有分離原則，故於經營與所有較為合一之公司——例如閉鎖性公司，本條為其「自治需求」

¹¹³ See M.B.C.A., § 7.32(b).

¹¹⁴ See M.B.C.A., § 7.32(e) (2023).

¹¹⁵ See M.B.C.A., § 7.32(d) (2002).

¹¹⁶ 郭大維，股東協議與公司治理——公司法制下契約自由之範圍與界限，台灣法學雜誌，385 期，頁 38 (2020 年)。

提供了明文依據¹¹⁷。或有質疑，模範商業公司法第 7.32 條(d)項於 2016 年移除關於「僅適用於非公開發行公司」之限制，是否表示其有意揚棄「大小分流」之理念？本文抱持否定意見，蓋從(b)項以觀，此等協議之制訂與修訂原則上皆須「全體股東」同意，惟在大型之公開發行公司得到全體股東同意極為困難，由此可見其規範設計仍不改以小型公司作為主要適用對象¹¹⁸。

德拉瓦州公司法第 350 條與第 351 條亦有類似規定。第 350 條規定在閉鎖性公司中，書面協議若涉及公司業務執行而限制或干涉董事會經營權限並不因此無效，無論是股東彼此之間或是股東與非股東間。同條並設有此類協議有效之前提要件，即須由持有已發行有表決權股份之多數股東締結，而限制董事權力之協議的效果乃原先加諸於董事之忠實義務，將伴隨著權限一併移轉予作為協議當事人之股東¹¹⁹；第 351 條則係有關閉鎖性公司中「以章程規定由股東經營業務」之規定。根據本條規範，閉鎖性公司之章程得規定公司業務由股東所經營，並由此產生董事選任程序之免除、經營業務之股東被視作董事及忠實義務之移轉等效果。同條後段則規定此等章程條款之制定須由全體股東同意，修訂則僅需過半數股東同意即可¹²⁰。

德拉瓦州公司法第 350 條與第 351 條與模範商業公司法第 7.32 條具有類似意義，均係意識到小型公司之治理模式有別於大型公司而更具有內部自行調整組織架構之需求。惟相較於修正前之模範商業公司法針對此類協議之適用對象為「非公開發行公司」，德拉瓦州公司法將範圍更限縮至「法定閉鎖性公司」¹²¹。

¹¹⁷ AMERICAN BAR ASSOCIATION, OFFICIAL TEXT WITH OFFICIAL COMMENT §7.32, https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/corplaws/mbca-202304.pdf.

¹¹⁸ 當然，大型公司在理論上仍有可能存在股東協議，最可能之情形為：某一企業在具有閉鎖性質時（此時股東人數較少，得到全體同意較不困難）即得到全體股東同意而締結相關股東協議，縱使此企業日後上市、或股權漸趨分散，此協議亦不因此失去效力。

¹¹⁹ See DEL. CODE ANN. tit. 8, §350 (2023).

¹²⁰ See DEL. CODE ANN. tit. 8, §351 (2023).

¹²¹ See DEL. CODE ANN. tit. 8, §342 (2023). 在德拉瓦州公司法之體系下，股東若欲利用協議與章程條款安排彼此的法律關係，除了須符合不得公開發行之要件外，尚須滿足股份轉讓限制及人數限制之要求。



第三款 小結

依美國各州法、SEC 制定之股東提案規則與案例法之演進，「日常經營權限」乃任何人皆不得僭越之「董事會專屬權限」。惟經過比較研究後，本文發現此結論並不適用於小型公司（閉鎖性質之公司、閉鎖性公司），蓋美國法意識到大小公司在治理模式上有不同需求，為大型公司量身打造之公司法並不適合小型公司，在內部機關之權限劃分上亦是如此。準此，美國法在司法實務與立法演進下，漸漸不再要求小型公司遵循董事會優位主義。支持此一結論之明證為：（一）SEC 所頒佈之股東提案規則不適用於非公開發行公司；（二）提及經營權限為董事不可剝奪之「固有權力」之判決皆以公開發行公司為對象；（三）在非公開發行公司或閉鎖性公司中，判決與法規皆承認在一定條件下，股東協議甚至章程得規範董事權力之限制，乃至於公司經營權限之重新劃分。換言之，在小型公司中，已無董事會專屬之權限。

第三節 英國法制

第一項 董事會之權限

於 2006 年英國公司法（Companies Act 2006，下稱 CA 2006）中，無法尋得賦予董事會權限之規定。此肇因於英國法之核心精神為公司內部機關的權限劃分係由「章程」決定。也因如此，吾人在探究英國法下之董事會權限時，無法概括、抽象的認定其範圍為何，蓋各個公司章程規定賦予董事會之權限皆不相同¹²²。

即便如此，模範公司章程（Model Article）仍能提供一定參考價值，藉以勾

¹²² PAUL L. DAVIES, GOWER AND DAVIES' PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW 298-299 (7th ed. 2003).

勒英國法下看似模糊之董事會權力範圍。根據 CA 2006 第 20 條第(1)項，模範公司章程最重要之特點乃具有「預設適用」(default application)之效力，即若：(一) 公司章程並未註冊登記；(二) 有註冊登記但未明文排除或修改模範章程之全部或部分條款時，該未經公司排除或修改之部分即構成該公司章程之一部分，而與該公司自行登記之章程條款具有同樣之效力與法律地位¹²³。準此，模範公司章程乃具有「預設規定」之特性，在公司章程未有特別規定時具有法定補充之效力。

私人公司（Private Company）模範章程及公眾公司（Public Company）模範章程第 3 條皆規定：「依章程之規定，董事負責公司業務之經營，並基於該目的而享有所有公司之權力。」¹²⁴此規定與德拉瓦州公司法第 141 條(a)項與我國公司法第 202 條之結構極為相似，但核心精神與美國法大相逕庭。CA 2006 第 21 條第(1)項規定：「公司得依股東會之特別決議(Special Resolution)¹²⁵修改章程。」¹²⁶結合 CA 2006 第 21 條第(1)項與模範章程第 3 項以觀，縱董事會被預設性地賦予概括之業務經營權限，股東永遠得透過特別決議修改章程變更、限制甚至收回董事會之權限，從而重塑公司之權限劃分。另應注意的是，英國法下股東得逕行提案修改章程而無須經過董事會先行提出，故不若美國法下股東幾乎不可能以章程（charter）調整公司權限分配之情形。

除第 3 條之概括授權條款以外，模範章程亦有明文數項授權於董事會之權限。依私人公司模範章程第 19 條第 2 項與公眾公司模範章程第 23 條第 2 項：「董事享有董事會決定之下列報酬：(一) 以董事身分為公司履行之職務；(二) 其為公司從事之其他任何職務。」¹²⁷依此，董事會享有「決定董事報酬」之權限。其餘

¹²³ Companies Act 2006, s. 20.

¹²⁴ Companies (Model Articles) Regulations 2008, SI 2008/3229, Sch 1: Model Articles for Private Companies, para 1, pt 2, s. 3; Companies (Model Articles) Regulations 2008, SI 2008/3229, Sch 3: Model Articles for Public Companies, para 1, pt 2, s. 3.

¹²⁵ 此等特別決議為需有表決權 75%以上股東同意之超級多數決 (Supermajority)。See Companies Act 2006, s. 283.

¹²⁶ Companies Act 2006, s. 21(1).

¹²⁷ Companies (Model Articles) Regulations 2008, SI 2008/3229, Sch 1: Model Articles for Private Companies, para 1, pt 2, s. 19(2); Companies (Model Articles) Regulations 2008, SI 2008/3229, Sch 3: Model Articles for Public Companies, para 1, pt 2, s. 23(2).

依模範章程授予董事會之權限尚有：特別股贖回事項之決定¹²⁸、期中盈餘分派¹²⁹、處分畸零股¹³⁰等等。



此外，董事實際上並非毫無專屬權限，惟該等事務本質上皆屬於行政義務，與公司之業務決策並無直接關連，例如：編製年度帳戶與報表、公司日常之行政事務¹³¹，故並不影響股東會與董事會權限劃分之政策。

第二項 股東會之權限

有別於對董事會權限之規範模式，CA 2006 及其他法規不僅列舉了數項股東會之權限，並且保留此等權限由股東會專屬，而不容公司章程予以改變¹³²。茲以下表整理英國法規中所規定應經股東會決議之事項。

條項	事項	決議類型
第 617 條與第 618 條(3)項	股份合併、分割	普通決議
第 551 條(8)項	授權董事發行新股、附認股權證券與可轉換證券	普通決議
第 190 條	涉及非現金重大資產之關係人交易	普通決議
第 694 至第 697 條	公司透過場外交易買回庫藏股之事宜	普通決議
第 168 條	解任董事	普通決議
第 485 條(4)項與第 488 條(4)項	特定情形下委任會計師	普通決議
第 510 條	解任會計師	普通決議
第 21 條(1)項	修訂章程	特別決議
第 77 條(1)項	更改公司名稱	特別決議
第 641 條(1)項	減資	特別決議

¹²⁸ Companies (Model Articles) Regulations 2008, SI 2008/3229, Sch 1: Model Articles for Private Companies, para 1, pt 3, s. 22(2); Companies (Model Articles) Regulations 2008, SI 2008/3229, Sch 3: Model Articles for Public Companies, para 1, pt 4, s. 43(2).

¹²⁹ Companies (Model Articles) Regulations 2008, SI 2008/3229, Sch 1: Model Articles for Private Companies, para 1, pt 3, s. 30(1); Companies (Model Articles) Regulations 2008, SI 2008/3229, Sch 3: Model Articles for Public Companies, para 1, pt 4, s. 70(1).

¹³⁰ Companies (Model Articles) Regulations 2008, SI 2008/3229, Sch 3: Model Articles for Public Companies, para 1, pt 4, s. 69(2).

¹³¹ See DAVIES, *supra* note 122, at 377.

¹³² 曾宛如（註 24），頁 112。

第 617 條至第 619 條	增加授權資本	特別決議
第 571 條	在發行新股或股權憑證時，股東優先認股權之排除或調整	特別決議
第 105 條(1)項、第 94 條(2)項、第 90 條與第 97 條	公司型態之變更	特別決議
1986 年破產法第 122 條(1)項(a)款與第 84 條(1)項 b 款	強制解散與自願解散	特別決議
第 907 條	合併（公眾公司）	特別決議
第 922 條	分割（公眾公司）	特別決議
倫敦證交所之上市規則(Listing Rule) 第 10.51 條	重大資產處分（上市公司）	決議通過 (Approval)

資料來源：作者自製

CA 2006、破產法及倫敦證交所之上市規則等法規明確列舉數項股東會之權限，旨在透過此等強行法規保障股東之基本權利不得被剝奪。惟不宜因此認為英國法下股東會之權限已透過實定法¹³³ (Positive Law) 全然確立，蓋除此之外，章程仍係規範股東權利之重要來源¹³⁴。文獻上甚至根據英國法之歷史脈絡指出股東之基本權利——諸如參與股東會、任命董事等，最初亦皆源自於公司章程之安排，僅是在公司法發展之下漸漸被具有強制性質之成文法所取代¹³⁵。

模範章程在廣泛授權董事會權限之餘亦明文保留部分股東會權限。私人公司模範章程第 30 條第 1 項與公眾公司模範章程第 70 條第 1 項規定公司得經股東會普通決議決定盈餘分派¹³⁶；同條第 2 項規定：「董事會若未提出盈餘分派之建議金額，則不得分派盈餘。盈餘分派不應超過董事會建議之金額。」¹³⁷依此，英國模範章程關於盈餘分派之規範與我國類似，皆須由董事會主動將盈餘分派之方案提出於股東會，再由其以普通決議通過盈餘分派案，性質上類似學說所謂之「共

¹³³ 於此包含各種成文法、判例法

¹³⁴ Richard C. Nolan, *Shareholder Rights in Britain*, 7 EUR. BUS. ORG. L. REV. 549, 566 (2006).

¹³⁵ *Id.* at 556.

¹³⁶ Companies (Model Articles) Regulations 2008, SI 2008/3229, Sch 1: Model Articles for Private Companies, para 1, pt 3, s. 30(1); Companies (Model Articles) Regulations 2008, SI 2008/3229, Sch 3: Model Articles for Public Companies, para 1, pt 4, s. 70(1).

¹³⁷ Companies (Model Articles) Regulations 2008, SI 2008/3229, Sch 1: Model Articles for Private Companies, para 1, pt 3, s. 30(2); Companies (Model Articles) Regulations 2008, SI 2008/3229, Sch 3: Model Articles for Public Companies, para 1, pt 4, s. 70(2).

享權限事項」。同時，私人公司模範章程第 34 條與公眾公司模範章程第 76 條，於以非現金之方式分派盈餘亦有類似規定¹³⁸。

此外，私人公司模範章程第 22 條第 1 項與公眾公司模範章程第 43 條第 1 項乃「特別股發行」之規範，其規定依據章程之授權，在不影響現有股東之權利下，公司得經股東會普通決議發行附有權利或限制之股份¹³⁹。

第三項 董事會之專屬權限

承上所述，英國法下之董事會之權限範圍乃訴諸章程，而章程修訂權限屬於股東會。此等規範所透露出之意涵為：董事會之權限並非法律所賦予，而是由股東授權而來。惟學者亦有指出不宜因此即認定董事為股東之代理人 (Agent)，但至少近似於代理關係，蓋股東在修訂章程決定其認為適宜之權限劃分之際，就像是代理關係中代理人決定授權範圍¹⁴⁰。將此精神推演至更深，可得出英國法並無「董事會專屬權限」之結論，亦即法理上並不存在股東不能僭越之決策範疇。即有論者指出，英國法並不存在所謂的「經營」(Managerial)與「執行」(Executive) 權能，從而是董事會不可被剝奪的¹⁴¹。

當然，實務上英國大型公司之權限劃分並無明顯偏離其他國家之大型公司，仍係大量將權限授予董事會，股東會僅保留極少權限。舉例而言，英國公司須經由「金融行為管理局」(Financial Conduct Authority，下稱 FCA) 審查上市文件、符合相關上市規則始得倫敦證交所上市。其中一項上市規則 (Listing Rule) 規範於「員工股權計畫」、「董事之長期獎勵計畫」、「重大資產處分」與「關係人交易」

¹³⁸ Companies (Model Articles) Regulations 2008, SI 2008/3229, Sch 1: Model Articles for Private Companies, para 1, pt 3, s. 34; Companies (Model Articles) Regulations 2008, SI 2008/3229, Sch 3: Model Articles for Public Companies, para 1, pt 4, s. 76.

¹³⁹ Companies (Model Articles) Regulations 2008, SI 2008/3229, Sch 1: Model Articles for Private Companies, para 1, pt 3, s. 22(1); Companies (Model Articles) Regulations 2008, SI 2008/3229, Sch 3: Model Articles for Public Companies, para 1, pt 4, s. 43(1).

¹⁴⁰ DAVIES, *supra* note 122, at 290, 298. 至於其為何認為股東與董事並非委託人與代理人之關係，詳見後述。

¹⁴¹ ROBERT R. PENNINGTON, COMPANY LAW 765 (7th ed. 1995).



等情形，應經股東會決議通過¹⁴²。此規則既「例外規範」特定情形應得到股東會之同意，隱含之意義乃其原則上「預設」由董事會掌有業務經營之權能；另外一項上市規則——資訊揭露與透明性規則（Disclosure Rules and Transparency Rules，下稱 DTR），則要求上市公司應依照「英國公司治理準則」（UK Corporate Governance Code）於董事會轄下設置各種功能委員會，諸如——審計委員會、提名委員會與薪酬委員會，並確保渠等之獨立性與功能健全¹⁴³。須注意者，「英國公司治理準則」係採取「遵循或解釋」原則——企業得不遵循此規則而擇定其他替代方案，惟須闡明背景、理由及影響；此外，「英國公司治理準則」亦於「董事會領導與公司目的」一節中強調董事會之「領導公司」、「提升營運績效」與「確保風險與內稽內控機制」等義務¹⁴⁴。種種「強化董事會功能」、「淨化委員會組織組成」之治理手段均顯示英國上市公司亦採取董事會優位主義。

縱然如此，英國法下大型公司之治理模式偏向董事會優位主義並非法律強行規制下之結果，而係基於股權極為分散所形成之必然現象¹⁴⁵。由此可知，探究英國法之思維，隱約透露出即使在大型之公眾公司，股東仍能透過章程介入公司經營，賦予自己特定業務決策之權限¹⁴⁶。

第四項 權限分配之演進——股東會至上之揚棄

在英國法下，公司內部機關之權限分配聽任章程自治。董事因章程授權而取得管理公司事務及經營公司業務之權限，並且由於授權之直接來源為「章程」而非股東，故股東亦不得任意干擾董事會因此取得之業務決策權。惟此概念並非初

¹⁴² FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, LISTING RULES, sec 9.4.1, 10.5.1, 11.1.7 (2024), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR.pdf>.

¹⁴³ FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, DISCLOSURE GUIDANCE AND TRANSPARENCY RULES SOURCEBOOK, sec 7.1, 7.2.8A (2024), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/DTR.pdf>; FINANCIAL REPORTING COUNCIL, UK CORPORATE GOVERNANCE CODE 10-17 (2024), https://media.frc.org.uk/documents/UK_Corporate_Governance_Code_2024_kRCm5ss.pdf.

¹⁴⁴ FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *supra* note 143, at 6-7.

¹⁴⁵ DAVIES, *supra* note 122, at 298-299.

¹⁴⁶ Bebchuk, *supra* note 59, at 849.



期即由英國法院所接受，至少在 19 世紀末期至 20 世紀初期，英國法還普遍存留著一種「股東會至上」之概念：股東會為公司最高意思決定機關，董事僅為公司之代理人而必須服膺於股東會之指示。

1883 年之 *Isle of Wight Railway v. Tahourdin*¹⁴⁷ 案明確揭示此理念。Wight Railway 公司之股東請求董事會召開股東會，其欲透過股東會議決兩項事項：(一) 選任一個委員會調查公司財務與營運事項、重組公司之經營階層，並要求董事執行該委員會所提出之方案；(二) 決定是否解任現任董事。嗣後，公司股東 Tahourdin 先生不滿董事會僅將極少部分之訴求列入股東會議案，故依 1845 年之英國公司法第 70 條決定自行召開股東會；董事會則向法院申請禁制令，禁止 Wight Railway 公司股東會之召開。問題出現在股東之第一項訴求，蓋 Wight Railway 公司之章程並未規範股東會享有決定公司經營階層組成之權力，故此應屬董事會之權限。高等法院之 Kay 法官核准此禁制令，理由為第一項訴求不單只是選任公司的其中一個委員會，而可能使章程賦予董事會之權限實質上移轉至該委員會，惟股東會並無此權力¹⁴⁸。然而，上訴法院採取相反立場。Cotton 法官針對股東會第一項訴求持以下論點：「若股東不滿董事會在其權限範圍內之決策，其應參與股東會。若多數股東贊成此種觀點，將通過一項決議迫使董事會改變其決策行為。」此外，其亦表明股東會有權指示及控制董事會如何經營管理公司¹⁴⁹。

惟此種觀點在 1906 年之 *Automatic Self-Cleansing Filter Syndicate Co. Ltd v. Cunningham*¹⁵⁰ 案後發生變化。該公司從事淨化和儲存液體之業務，原告 McDiarmid 先生擁有公司 2700 股中之 1202 股。在一次股東會上，其與其他股東以 1502 股之過半數贊成票通過了一項內容為「將特定資產出售與另一家公司」之決議。該公司董事對此表示反對並拒絕遵守該決議，故 McDiarmid 先生以公司之名義向公司全體董事起訴。該公司之章程不僅規範經營業務之權限歸屬董事

¹⁴⁷ *Isle of Wight Railway Co v Tahourdin* (1883) 25 Ch.D. 320 (CA).

¹⁴⁸ *Id.* at 326.

¹⁴⁹ *Id.* at 331-332.

¹⁵⁰ *Automatic Self-Cleansing Filter Syndicate Co Ltd v Cunningham* [1906] 2 Ch. 34 (CA).

會，亦有明文授權董事得出售公司之資產。章程內並有股東得透過有表決權 75% 以上之特別決議解任董事、指示董事為特定行為之條款。上訴法院判決 McDiarmid 先生敗訴。Collins 法官認為董事不受該決議拘束，蓋股東會之普通決議不足以超越章程所規定之「僅有特別決議得指示董事如何行為」條款，且董事並非公司或股東之代理人，故股東唯一能做的是修改章程或解任董事¹⁵¹。雖然上訴法院之法官對於此案並未有詳盡之說明，然已隱約透露出章程在權限劃分上之重要性，亦明確指出董事並非股東或公司代理人之概念，故其權限行使並不屈服於股東會之指示。上訴法院在此案中清楚表明：董事會與股東會之權限劃分完全取決於公司章程，若權力被授予董事會，則股東會再無權干涉該權限之行使¹⁵²。

於 1908 年之 *Gramophone & Typewriter Ltd. v. Stanley*¹⁵³ 案中，上訴法院亦表達了對此種新觀點之認同，惟並未立即廣為接受¹⁵⁴。自從 *Quin & Axtens v. Salmon*¹⁵⁵ 案以降，新觀點終於逐漸受到實務所遵循：股東會無權干預董事會之決策，除非其行為違反法律或章程¹⁵⁶。

於 1935 年之 *Shaw & Sons (Salford) Ltd. v. Shaw*¹⁵⁷ 案與 1943 年之 *Scott v. Scott*¹⁵⁸ 案中，法院更鞏固了關於「章程決定公司權限劃分」之論點。於 *Shaw* 案中，Peter、John 和 Percy 三兄弟原為公司董事，Peter、John 因負債問題與公司達成和解，辭去董事職務並承諾不再干涉公司事務。嗣後，公司董事因 Peter 及 John 拒絕還款而決定對其起訴，身為大股東之 Peter 及 John 則召開股東會，並通過一項「終止訴訟」之決議，要求公司董事長停止對其之訴訟。Percy 與公司於是起訴主張該等股東會決議無效。一審法院與上訴法院皆作出有利於公司之判決。Greer 法官並如此闡述英國公司之權力分配法理：「公司是一個有別於股東和董事

¹⁵¹ See *id.* at 45.

¹⁵² DAVIES, *supra* note 122, at 300.

¹⁵³ *Gramophone & Typewriter Ltd v. Stanley* [1908] 2 K.B. 89.

¹⁵⁴ See *Marshall's Valve Gear Co. Ltd. v. Manning, Wardle G Co. Ltd.* [1909] 1 Ch. 267.

¹⁵⁵ *Quin & Axtens v. Salmon* [1909] 1 Ch. 311 (CA).

¹⁵⁶ DAVIES, *supra* note 122, at 301.

¹⁵⁷ *Shaw & Sons (Salford) Ltd. v. Shaw* [1935] 2 K.B. 113 (CA).

¹⁵⁸ *Scott v. Scott* [1943] 1 All E.R. 582.



的實體。根據其章程規定，其部分權力得由董事行使，其餘某些權力則得保留於股東會。若經營管理的權限被授予給董事，則僅其得單獨行使此權力。股東會若欲控制董事行使此等權力，唯一的方法是修改章程，或拒絕重新選舉其為董事。

股東不得侵越章程授予董事之權力，正如董事不得侵越章程授予股東會之權力一般。」¹⁵⁹於 *Scott* 案中，股東會通過一項決議，指示公司：(一) 分派季中（臨時）盈餘；(二) 發放貸款；(三) 委任特定會計師調查公司事務。法院基於相同理由否定該決議對董事之拘束力。蓋相關權力已透過章程授權與董事，在修訂章程剝奪董事之此等權力之前，股東會不得干預其權力之行使。Clauson 法官並指出：「隨著時代變遷，股東會掌控公司之權力優於董事會之觀點已然改變。」¹⁶⁰

依上所述，英國法下公司內部權限劃分之理念乃自 20 世紀初期作為分水嶺。20 世紀以前「股東會至上」之概念深植於英國法制，此時股東會普遍被認為是「公司最高之意思決定機關」，董事充其量僅為公司或股東之代理人，故須服膺於股東會之指示而無獨立權限；於 20 世紀初期以降，透過司法實務的概念重塑，章程成為了公司內部權力分配的根本大法，是「章程」授予了董事權力——而非「股東」。此亦解釋了何以董事並非公司或股東之代理人，因為在章程的授權下，董事已具有獨立而無法由股東會推翻的權限。

當然，上述歷史沿革下之穩定見解並非沒有例外，例如英國案例法就曾經承認在：(一) 公司無董事會¹⁶¹；(二) 董事會無法有效召開¹⁶²；(三) 董事被限制其表決權時¹⁶³，即使章程已授權董事會經營公司業務之權限，股東仍得行使此等權力，蓋董事會事實上無法經營業務。此種使股東例外取得原屬於董事會權限之情形稱為股東之「保留權力」(Reserve Powers)，亦即此權力原為董事所得行使，惟在特殊情形之下，股東得代替董事行使此等權力¹⁶⁴。

¹⁵⁹ *Shaw*, 2 K.B. at 134.

¹⁶⁰ *Scott*, 1 All E.R. at 585D.

¹⁶¹ See *Alexander Ward and Co. v. Samyang Navigation Co.* [1975] 2 All E.R. 424, H.L.Sc.

¹⁶² See *Barron v. Potter* [1914] 1 Ch. 895; *Foster v. Foster* [1916] 1 Ch. 532.

¹⁶³ See *Irvine v. Union Bank of Australia* (1877) 2 App.Cas. 366 (PC).

¹⁶⁴ "If directors having certain powers are unable or unwilling to exercise them —— are in fact a

然而，問題未止於此，上開案例法之演進至多揭示了股東會不得以「普通決議」干預章程賦予董事會之業務決策權限，並未針對股東會以「特別決議」指示董事為特定經營行為表明立場。舉例而言，私人公司模範章程與公眾公司模範章程之第 4 條規定：(1)股東會得經特別決議，指示董事採取或禁止其採取特定行為；(2)董事在股東會特別決議前已完成之行為不因該等決議而無效¹⁶⁵。循此，股東會是否得透過特別決議命令董事應為或不得為特定經營行為？

有採肯定見解者認為股東得透過特別決議對董事發出有效的指示，甚至可以迫使董事進行特定交易行為。在此觀點下，修改章程是股東欲長期掌控此權限事項之作法，而以特別決議指示董事則是短期性地命令董事應為特定作為或不作為¹⁶⁶；惟亦有論者抱持質疑之態度，認為英國之案例法演進已揭示了股東會不得僭越章程賦予董事之經營權限，模範章程之此條款得否克服案例法所豎立之標竿仍不明確¹⁶⁷；甚至有採取更加保守之論點之空間，即此條款所賦予股東之權力僅為一種保留權力，故僅在本文上開所述幾種情況——董事會事實上無法經營業務時，始有意義¹⁶⁸。

英國實務上有一案例頗具啟發性。於 2016 年 12 月，ShareSoc 投資顧問公司與英國股東協會（UK Shareholders' Association）向蘇格蘭皇家銀行股份有限公司（Royal Bank of Scotland plc，以下簡稱 RBS）提出一項股東提案，欲以特別決議指示董事為一定之經營行為。提案內容略為：董事會應成立股東委員會，其成員包括願意任職的大股東代表與散戶股東代表；並指示董事應用一切方法執行此

non-existent body for the purpose – there must be some power in the company to do itself that which under other circumstances would be otherwise done.” See Barron, 1 Ch. at 895, 903.

¹⁶⁵ Companies (Model Articles) Regulations 2008, SI 2008/3229, Sch 1: Model Articles for Private Companies, para 1, pt 2, s. 4; Companies (Model Articles) Regulations 2008, SI 2008/3229, Sch 3: Model Articles for Public Companies, para 1, pt 2, s. 4.

¹⁶⁶ DAVIES, *supra* note 122, at 303.

¹⁶⁷ Elizabeth Boros, *How Does the Division of Power Between the Board and the General Meeting Operation*, 31 ADEL. L. REV. 169, 171-172 (2010).

¹⁶⁸ See Kym Sheehan, *Shareholder Directions and FTSE100 Directors' General Powers to Manage the Company and its Business*, 8 (January 29, 2018), SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3112972> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3112972>. 惟作者認為並無理由將此條款作如此限縮之解釋。

決議，但須確保不違反 CA 2006 第 172 條之公平對待股東的義務¹⁶⁹。需注意者為 RBS 公司章程第 113 條有類似模範章程第 4 條之規範，允許股東得透過特別決議指示董事作為或不作為，故此提案應是一種拘束性提案。令人驚訝的是，RBS 依據股東提案權之規範拒絕將此提案列入其 2017 年之股東常會，並主張此提案違反法律與章程，蓋其公司章程第 109 條規定董事會有權組織與授權於委員會¹⁷⁰。RBS 公司拒絕列入提案之理由係因章程已授予董事會相關之經營權限，而該提案內容已侵及此等權限，無論是依據概括授權條款或是其章程之第 109 條；爭議在於：ShareSoc 與英國股東協會已言明此提案欲透過「特別決議」指示董事之經營行為，RBS 公司卻仍援引以往案例法之概念予以排除，即是認為特別決議亦不得干預章程已然授權於董事之權限。遺憾的是，此爭議最終並未進入法院，而 ShareSoc 與英國股東協會於 2017 年復行提案，惟此次提案並不包含股東委員會細節性之權力與義務，僅述及其功能與好處，甚至指出其僅具有建議性質 (likely to be advisory in nature)，已不再挑動權限分配議題之敏感神經。

按理來說，股東會得透過特別決議指示或禁止董事為特定經營行為似乎相當合理。案例法所立基之事實皆為股東欲透過普通決議決定之公司經營行為，此違反章程劃定之權限分配洵屬的論；惟以特別決議指示董事顯然不可等同視之，蓋股東已能透過修改章程達到公司根本大法之變動，從而長久性質的剝奪董事會權限，實難認為其不能以門檻相同的特別決議來「短期性」的決定公司經營。然若從反面立場出發，或許得謂英國法之「章程」具有至高無上之地位。除卻極端例外之情況，任何機關之行為均不得抵觸章程，即便是一個與修章有相同表決門檻之決議亦是如此。

¹⁶⁹ “That the Directors establish a Shareholder Committee, the members of which will include representatives of large shareholders willing to serve and a representative of retail shareholders, and that the Directors be instructed to use any and all means to implement this resolution, subject to appropriate conditions to ensure that the CA 2006 S172 duty to face fairly between members is not breached.” 該完整提案與聲明請參照：<https://www.sharesoc.org/RBSAGM-Resolution.pdf>。

¹⁷⁰ RBS 公司章程之第 109 條規定董事會得將權力授權於委員會，無論委員會是由董事或董事認為適格之人選；委員會行使權力時並須遵守相關規定。



第五項 股東提案權規範

第一款 股東提案權

英國法之股東提案權規範於 CA 2006 第 338 條至第 340 條，僅於公眾公司之股東常會方有適用，公眾公司之其他股東會與私人公司之股東會則無相關規定。此等區分適用之原因不明，但有論者認為限於「股東常會」之理由可能是：股東常會以外之股東會的召集通知期限為股東會開會前 14 日，且多為緊急狀況，股東實際上沒有足夠的時間提出議案，故股東提案無實際執行之可能¹⁷¹。於形式要件，第 338 條第(3)項規定提案股東應具備下列資格之一：(一) 持有於股東常會中就該議案有表決權股份總數 5%以上之股東（應扣除公司之庫藏股）；(二) 就該議案有表決權之股東一百名以上，且每名股東平均已支付股款達一百英鎊以上者共同提出¹⁷²。第 340 條第(2)項則規定股東提案寄發通知之費用，除非公司另為決議，原則上由提案股東負擔；且提案股東應於該提案繫屬的股東常會開會前六週、或至遲於該次股東常會開會通知寄發前，將合理足夠負擔費用之金額支付予公司，否則公司將毋須遵守前述寄發議案通知之義務¹⁷³。惟同條第(1)項規定若提案股東於開會前一會計年度終了前即將議案寄達公司，則可免負擔寄發成本¹⁷⁴，此優惠意在鼓勵股東踴躍提案，避免股東因大型公眾公司高昂之寄發成本而卻步¹⁷⁵，同時亦因此舉減少公司寄發提案之成本¹⁷⁶。

於實質要件，第 338 條第(1)項規定凡「適於股東會決議之議案」，股東均有權提出，並要求公司寄送該議案之細節通知予所有有權收受隔年股東常會通知之

¹⁷¹ 許容慈，股東提案制度之檢討——以公開發行公司為討論對象，臺灣大學法律學研究所碩士論文，頁 69 (2013 年)。

¹⁷² Companies Act 2006, s. 338(3).

¹⁷³ Companies Act 2006, s. 340(2).

¹⁷⁴ Companies Act 2006, s. 340(1).

¹⁷⁵ 曾宛如、黃銘傑（註 40），頁 28。

¹⁷⁶ 曾宛如（註 24），頁 140-141。

股東¹⁷⁷。「適於股東會決議之議案」之解釋於同條第(2)項以反面規定之方式規範，除非以下情形，否則均為「適於股東會決議之議案」：(一)即使通過，該決議也將因違反法令或章程之規定、或因其他原因而無效；(二)提案構成對他人之毀謗；(三)提案內容毫無重要性或毫無根據¹⁷⁸。此為英國股東提案權之實質內容限制，提案只要不違反上述規定，均可提出，足見英國法上對於股東提案權實質內容並無太大限制，賦予股東相當大的提案彈性。

第 338 條第(1)項之(a)款與美國 SEC Rule 14(a)-8 第一款與第二款之文義類似，均係禁止不符法令與章程之議案提出。惟若從英國法權限分配之核心內涵以觀，可知其股東提案權遠較美國寬廣。申言之，不僅英國法得予排除提案之事由顯較美國為少，其內部權限劃分復由章程自由安排而無股東會不得僭越之董事核心業務，故股東永遠可藉由修改章程取得該部權限後，以提案介入公司之業務經營。此外，一如其模範章程所訂，雖然大多數公司之經營權限普遍被分派於董事會，惟股東會仍得以特別決議指示董事為特定行為，故理論上涉及董事業務經營權限之提案亦未必違反法令或章程¹⁷⁹。由此觀之，縱法規文義上相似，實際上英國法對於股東提案權之態度遠較美國法開放。

第二款 股東陳述權

英國股東提案權的另一部份規定，規範於 CA 2006 第 314 條至 317 條之「股東陳述」(Members' Statements)——股東提案之具體內容乃藉由「股東陳述」傳達。依據第 314 條第(1)項，「股東陳述」之範圍及於所有當次股東會所擬討論之議案或其他事項，字數則限制在一千字以內¹⁸⁰。與上述提案權規定不同之處在於，股東陳述制度並不僅適用於公眾公司之股東常會，亦適用於公眾公司其他股

¹⁷⁷ Companies Act 2006, s. 338(1).

¹⁷⁸ Companies Act 2006, s. 338(2).

¹⁷⁹ 當然，此部分涉及上述在權限分配於董事會後，股東得否以特別決議指示董事之爭議。

¹⁸⁰ Companies Act 2006, s. 314(1).

東會及私人公司股東會。實則，行使股東提案權時需運用股東陳述之制度，蓋非有「股東陳述」無法具體化提案之目的及細節；惟「股東陳述」亦可能運用於私人公司或大眾公司股東常會以外之會議，而未必與股東提案連結。此時股東陳述制度之功用在於：提供沒有意願提出新議案的股東，就董事所提議案表達反對意見之管道¹⁸¹。得提出股東陳述之股東資格與股東提案權相同¹⁸²，公司寄發股東陳述之方式¹⁸³、得拒絕之原因¹⁸⁴基本上亦與股東提案權之規定相同。根據學者所述，CA 2006 改革前法 CA 1985，規定若系爭會議是大眾公司的股東常會、且陳述股東係於會議前的會計年度終了之前提出議案時，陳述股東無須負擔相關寄發費用¹⁸⁵。

第三款 股東議題提出權

英國於 2009 年透過「與股東權利有關之公司規則」(The Companies (Shareholders' Rights) Regulations 2009) 引進了歐盟股東權利指令 (EU Shareholders' Rights Directive)¹⁸⁶之規範，即增訂 Traded Companies¹⁸⁷ 中之股東議題提出權。CA 2006 第 338(A)條(1)項規定：Traded Company 之股東得要求公司在股東常會上處理任何有關業務經營之事務（除已提案之議案以外）¹⁸⁸，使股東得於 Traded Companies 的股東常會中要求公司處理特定議題。值得注意者係，股東議題提出權與股東提案權不同，乃單指提出討論之事項而言，提出議題之股東無須就該議題提出特定議案¹⁸⁹。股東行使議題提出權之提議時點、提議形式、

¹⁸¹ 許容慈（註 171），頁 71。

¹⁸² Companies Act 2006, s. 314.

¹⁸³ Companies Act 2006, s. 315(1).

¹⁸⁴ Companies Act 2006, s. 316(2).

¹⁸⁵ 曾宛如（註 24），頁 141。

¹⁸⁶ Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies, OJ L 184/17.

¹⁸⁷ 所謂 Traded Company，係指該公司之所有股份均於股東會上有投票權，且係於 EE 中規範之市場交易之公司，於我國並無相應翻譯概念。參照：黃銘傑、曾宛如（註 40），頁 26。

¹⁸⁸ Companies Act 2006, s. 338A(1).

¹⁸⁹ 曾宛如、黃銘傑（註 40），頁 31

提議內容限制、提議費用及公司違反規定之法律責任，大致上均與股東提案權制度之規定相同¹⁹⁰，僅提議股東資格表決權計算基準之認定上稍有不同，即提議股東應具備下列資格之一：（一）持有「於股東常會中得行使表決權」之股份總數5%以上之股東（扣除公司之庫藏股）；或（二）「於該股東會中得行使表決權」之股東一百名以上，且每名股東平均已支付股款達一百英鎊以上者共同提出¹⁹¹。

此規範啟人疑竇者為：此議題提出權之形式究竟為何？是僅限於在股東會上討論之議題，抑或是允許股東投票表決之議題？此不僅觀諸第338(A)條難以得出解答，亦難從歐盟股東權利指令尋得端倪。論者有認為應允許股東得投票表決此等議題，原因在於：若此議題僅得作為討論項目，而不進行任何形式之表決來衡量股東之意向，將僅利於實體出席之股東或交付委託書於具有資訊之人之股東，蓋僅有此等股東才始能參與討論；而這顯然與歐盟股東權利指令所揭示的概念不符——改善股東參與股東會與表決之權利¹⁹²。

理論上股東若欲指示董事如何經營業務，董事會通常皆得以CA 2006第338條(2)項之「決議通過將違反法令或章程」事由排除此等拘束性提案。蓋根據案例法，股東不得僭越章程分配於董事會之權力，甚至實務上亦出現過董事排除股東欲以「特別決議指示董事會」之拘束性提案¹⁹³。準此，股東議題提出權或得作為一種重要之備案，即在董事排除股東所提出之拘束性提案下，通過表決此等無拘束力議案檢視股東對此議題之意見趨勢。

第四節 小結——美國法與英國法之綜合比較

自股東會之權限以觀，美國法與英國法共通之作法皆為法規中明文列舉數項應經股東會決議之事項。差異在於，美國法所列舉之股東會權限極為有限，僅有

¹⁹⁰ Companies Act 2006, s. 338A, s. 340A, s. 340B.

¹⁹¹ Companies Act 2006, s. 338A(3).

¹⁹² See Sheehan, *supra* note 168, at 26-28.

¹⁹³ 請參閱前述之RBS公司案。

章程變更、公司基本事項變更、任免董事與修訂辦事細則。更甚者，股東會若欲以修訂章程或辦事細則擴權，前者將受制於董事會先行提出之程序，後者則受實務見解強力阻撓；相對而言，英國法在各法規中羅列之股東會權限較多，不僅包含章程變更等基本事項，亦涵括增加授權資本、減資等事宜。重點在於，英國法思潮下，股東會得透過修訂章程重新分配各機關之權限，且不受制於董事會先行提出之掣肘。

於董事會之權限，美國貫徹極端董事會優位主義，各州法皆有除法令與章程外，將其餘日常經營權限概括授予董事會之條文，董事會因而得以控制絕大多數之公司營運；英國法之董事會權限則並不以法規授予，而係聽任章程自治，故理論上董事會之權限可能因不同公司而大有歧異，惟大型之公眾公司或上市公司則普遍授權董事會概括之日常經營權限。

於董事會專屬權限，美國法區分大小公司而有不同處理。於閉鎖性公司或閉鎖性質公司中，法規允許股東以簽訂股東協議或是修改章程之方式調整公司內部權限，甚至得完全廢除董事或而改由特定股東經營公司，其所彰顯之理念為：小型公司並無不可僭越之董事會專屬權限，一切聽任企業自治。於不具閉鎖性質之其他公司中，美國法透過強行法規、股東提案規則、諸多司法實務見解建構出一種概念：董事之日常經營權限不能以任何方式被侵奪——極為廣泛之日常經營權限即是董事會專屬權限。較為晚近之 *AFSCME* 案中，法院曾有針對涉及「程序面向」與「實質面向」之決定是否侵越日常經營權限做出更細緻之表態，惟此僅屬模糊地帶之爭議案例，並未更動美國法普遍認定日常經營權限就是董事會專屬權限之立場；英國法則無董事會專屬權限，無論大小公司皆然。其理念為公司內部事務係由章程自由決定，包含機關權限劃分。當然，此乃指理論上股東並未有不得侵越之權限領域，實務上英國大型公司之章程仍普遍授予董事概括之經營權限，小型公司則多透過章程建構出形形色色的權限劃分態樣。

股東提案權上，亦可謂股東之主動發起權。美國法鑒於極為有限之股東會決



策權事項與獨尊董事會之精神，提案內容本身已有林林總總之限制，甚至連公司基本事項變更、章程變更等重大事項，股東都僅有被動決定權而無主動提案權，原因在於法規明文規範此等事項之發動權力歸屬於董事會；英國法則顯有不同，除違反法令、章程者外並無過多限制。此肇因於英國法股東會永遠能透過修訂章程取得特定事項之決策權，且理論上能透過特別決議干預公司特定經營，故賦予相對應之提案權以落實其權利。成本考量之法規設計上，美國法並不課以股東寄發之費用。此出於在董事會優位之思潮下，大多數提案皆僅具建議性質，即使通過對董事會亦無拘束力，故管控股東所得提案之內容搭配節省公司所需支付之成本為合理之設計；相對而言，英國法要求提案股東自負成本，即源於其對於股東所得提案之內容抱持寬容態度，故採用「使用者付費」之設計亦相當合理¹⁹⁴。

¹⁹⁴ 曾宛如（註24），頁142。



第四章 我國法股東會與董事會權限劃分之維新

第一節 現行法之釋疑

第一項 概說

我國公司法關於股份有限公司中股東會與董事會權限劃分之理念尚處於混沌不明之狀態，且部分條文尚存「歷史遺物」之痕跡，彼此之內涵甚至存在矛盾，故有必要透過比較法之借鏡重新省思我國法之規範理念。有鑑於此，本節將剖析我國權限劃分政策之軟肋，並透過比較法所揭示之精神，將更符合事物本質之內涵注入這些條文，以期我國公司法汰除不合時宜之陳舊觀念。

首先，有關公司法第 202 條之概括經營權限條款，「公司業務之執行」之內容並不明確，單從文義解釋容易流於片面而陷入概念上之死角。本文在此探討公司業務執行事項之範圍，並指出其規範文義早已與現行商業實務脫節；其次，公司法第 193 條與第 202 條之衝突已長久存在於我國公司法爭議中，本文認為此疑義肇因於我國仍囿於傳統之「股東會至上」理念，致使「法規」與「實務案例」仍有允許股東會侵越非其權限事項之傾向。本文指明：不論採取美國法或英國法之路徑，一旦權限分配於特定機關，其他機關即不得任意僭越此等權限範圍，此即「同等理論」之概念；再者，若採取英國法之精神，英國法獨有之爭議——股東會得否透過特別決議干預公司特定事務，於未來或有探討實益。此法制之建構繫諸於我國在權限劃分上之政策選擇——是否承認有董事會專屬權限？其範圍為何？最後，同等理論之採用亦有助於解決我國實務上出現之特殊案例，例如機關逾越權限及董事會將議案交由股東會追認。



第二項 第 202 條之「公司業務之執行」

按公司法第 202 條作為我國股份有限公司股東會與董事會權限分配之重要依據，其文義之「公司業務之執行」之解釋顯得頗為關鍵。在勾勒「董事會專屬權限」與權限劃分之章程界限之前，需先釐清「公司業務之執行」之範圍。若承認本條之「業務執行事項」包含所有公司事務，問題將僅出現於「董事會專屬權限」之存否與範圍；惟若認為公司事務存在「非業務執行事項」，其將逸脫於第 202 條之文義範圍之外，權限歸屬之認定因無法律明文而產生疑義。

舉例而言，在元大復華併購案中，復華金控在股東常會召開時通過一項臨時動議，內容略為請求復華金控之董事會應於特定期限前「召集股東臨時會」，以討論全面改選董事及監察人之事宜，該案以「股東會逾越其所得決議之事項」，故該決議應為無效為由進入法院。法院有以下論述：「……公司法第二百零二條規定，公司業務之執行，除本法或章程規定應由股東會決議之事項外，均應由董事會決議行之。是以董事會決議之範圍僅限於業務之執行，涉及股東權益之事項，非可由董事會決議行之。本件系爭股東會決議，責由董事會召集股東臨時會討論全面改選董事及監察人，非屬被上訴人公司業務之執行，並無公司法第二百零二條規定之適用。上訴人主張系爭股東會，不得就由董事會召集股東臨時會討論改選董、監事之臨時動議提案作成決議，系爭股東會決議，違反公司法第二百零二條規定云云，並無可採。……」¹判決不僅承認「非業務執行事項」之存在，復以「涉及股東權益」作為區隔標準。學說上亦有採類似立場者以「股東會議事規則」為例，主張此等事項牽涉「股東權益」甚鉅，雖不得不暫時將之納入業務執行事項，然根本之計乃重新省思「公司業務之執行」之內涵²。

姑且不論上開見解所提出之區分標準之適當性，從「公司業務之執行」之文

¹ 最高法院 96 年度台上字第 2000 號判決。

² 林國全，章定股東會決議事項，月旦法學教室，56 期，頁 25 (2007 年)。



義以觀，似乎確有分離出「非業務執行事項」之空間。舉例而言，股東會議事規則之訂定屬於內部事務，與一般的業務經營行為顯然有別，謂之「非業務執行事項」似乎頗有道理。然而，基於以下理由，本文認為採取廣義見解——所有與公司相關之事務皆為業務執行事項，較為妥當。

首先，正如我國多數論者所言，公司任何事務實際上皆難以與「業務執行」脫鉤³，且區分「業務執行」與「非業務執行」事項之標準均欠缺堅強說服力⁴。舉例言之，盈餘分派之事務牽涉股東投資利益重大，亦屬於一種公司「內部」之營運成果處理，似可解為「非業務執行」事項。惟若著眼於盈餘分派之發放數額與公司營運資金之消長，顯然亦能與「業務執行」產生密切關聯，蓋此涉及公司「對外」擴展營運規模之資本；再如元大復華併購案所涉及之「股東會召開」問題，乍看之下股東會之召開牽涉股東權益甚鉅，也是一種公司「內部」意思形成之過程，惟股東會召開之細節、地點、紀念品發放方式皆牽涉成本考量與資金使用，在股東會上所討論之議案也必然與公司未來營運規劃有關，實難遽謂此屬「非業務執行」事項；此外，以「股東權益」作為劃分界限頗不實際，蓋同於「公司業務之執行」者，幾乎所有公司事務都與「股東權益」息息相關。

再者，若得以區分出「業務執行」與「非業務執行」事項，「非業務執行」事項之權限歸屬即有疑義，蓋公司法並未有相關規範。姑且不論此等「法規真空」似乎並非立法者之本意，更甚者乃法規之空白可能使公司事務之決策權限陷入爭議當中⁵，自不樂見於講求效率的商業實務運作。或有論者可能本於第 202 條之反面解釋，認為「非業務執行」事項之權限歸屬應歸於股東會，惟公司法畢竟未有明文規範，且此論證似乎也與現今「破除股東會至上」之潮流有所扞格。此外，

³ 邵慶平，論股東會與董事會之權限分配——近年來公司法修正之反思，東吳法律學報，17 卷 3 期，頁 144，註 7 (2006 年)。

⁴ 方嘉麟，論股東會與董事會權限之劃分：對經營權爭奪之影響，收於：財經法新課題與新趨勢，頁 6-7 (2011 年)。

⁵ 有論者指出：若使股東會享有「非業務執行」事項之權限，可能造成公司非業務事項處理之停擺，且亦無明確法源依據授予股東會「非業務事項」之決定權限。參照：邵慶平，投保中心代表訴訟的公益性：檢視、強化與反省，臺灣大學法學論叢，44 卷 1 期，頁 244-245 (2015 年)。

或可認為此等「法規真空」可透過「制定法外之法律續造」加以填補。按民法第 1 條謂：「民事，法律所未規定者，依習慣；無習慣者，依法理。」在我國採取民商合一之制度下，若未能於作為「特別法」之公司法中尋得非業務執行事項之權限歸屬，應得回歸「普通法」——民法尋求適用依據⁶。按在商業習慣上，是否能歸類出「非業務執行事項」之權限歸屬頗有疑義，蓋此本為概念相當模糊之範疇；若以法理觀之，我國通說認為其內涵得以三種角度觀察：自然法、事物本質與法律原則⁷。循此，吾人或許得以從公司法分配權限之各種考量因素與原理原則出發，透過「法理」適當地決定不同「非業務執行」事項之權限歸屬。然而，此論證路徑不僅十分迂迴，且在適用「法理」認定權限歸屬時亦難以避免標準太過抽象模糊之弊，對於法安定性與交易安全衝擊頗大。

最後，本文認為似乎並無強加區分「業務執行」與「非業務執行」事項之必要性。區分「業務執行」與「非業務執行」事項之實益在於：將某一事項解為非業務執行事項即有將此權限授予股東會之可能，惟即使在採取廣義見解，亦能透過適當的解釋論導出此一結果，並無強行區分之必要性。申言之，若得盡可能地破除「董事會專屬權限」，股東會即得透過修改章程、股東協議、特別股等管道將涉及股東權益甚鉅、或其他適宜由股東會決策之權限收歸於己，未必需要大費周章地區分何謂「業務執行」與「非業務執行」事項。循此，若能妥適的調整董事會專屬權限範圍，則將所有與公司有關之事務全數劃歸第 202 條之適用範疇非但不會使股東權益遭到蔑視，反而能夠免去解釋「業務執行」與「非業務執行」事項之疑義。

另一個關於第 202 條之疑義在於：條文將概括賦予董事會之事項限於公司業務之「執行」，此與實務上董事會職司業務「決策」顯有未合。本條將公司「業務執行」權限概括授予董事會，反面解釋下似乎謂董事會並無「業務決策」權限，

⁶ 王澤鑑，民法總則，5 版，頁 20（2020 年）。

⁷ 吳從周，論民法第一條之「法理」——最高法院相關民事判決判例綜合整理分析，東吳法律學報，15 卷 2 期，頁 8-13（2004 年）。



董事會因此被定調為單純的「執行機關」⁸。法條所呈現之現象在小型之閉鎖性質公司或許還說得過去，蓋控制股東常常享有實際之經營權限，再將其決策交由通常身兼經理人之董事執行，或董事可能身兼經理人而直接實施業務之執行；惟於大型之公開發行公司實務上，董事會並不實際「執行」業務乃是常態，蓋大型公司之業務龐雜、日理萬機，殊難期待董事會事必躬親。循此，大型公司實務之分工多為董事會為公司重大營運方針「決策者」，而向下授權經理人擔任公司日常業務之「執行者」⁹，此顯然有悖於我國法第 202 條之法條文義；再者，從理論觀之，若謂董事會僅為公司之「執行機關」，似乎說明我國全然採取「股東會優位主義」，蓋僅股東會為「決策機關」，此當然有悖於國際間之潮流，亦難以實行於股權分散之大型公司，故不值採納。若以英美法作為借鏡，德拉瓦州公司法第 141 條(a)項與模範商業公司法第 8.01 條(b)項皆謂公司之營運及事務應由董事會管理或在其指示下進行；英國之模範章程亦謂董事負責公司業務之經營。英美法授予董事會之權限皆為整體的「業務經營」權限，自然包含「決策」與「執行」，而董事會多透過向下授權之方式將「執行權限」授予經理人，此與商業實務之運作較為符合。準此，我國法第 202 條僅謂董事會原則上職司「公司業務之執行」顯有不妥，蓋此不僅悖離了實務運作之常態，亦容易使人誤解董事會僅為公司之「執行機關」。本文認為，若將本條修正為：「公司業務之決策與執行，除本法或章程規定應由股東會決議之事項外，均應由董事會或在其指揮下行之。」或許更符合理論與實務現況。

當然，上開見解亦非完全無疑，蓋「監控型董事會」重要性之崛起使得董事會是否僅係「業務經營」機關備受挑戰。詳言之，當公開發行公司近年來引進獨立董事制度，並愈發重視由獨立董事組成之功能委員會，董事會之功能即從「業務經營」逐步調整至「業務監控」，蓋本於獨立董事與功能委員會之客觀、超然

⁸ 王文字，公司法論，修訂 6 版，頁 373 (2018 年)。其文指出：「雖規定董事會有業務執行權，卻未明列更重要之決策制定權。」

⁹ 王文字，同前註，頁 451。

立場，其理應獨立於業務經營之外，否則即形成「經營者」與「監督者」合一之怪狀，獨立董事甚至因此需負「經營」與「監督」之雙重職責¹⁰。此設計下，董事會職司監控與公司重大營運方針之擬定，日常業務之經營則由執行董事或執行長率領之經營團隊負責，故即使將第 202 條之「業務執行」修正為「業務決策與執行」，似乎也不能精準、貼切地描繪我國公開發行公司之實務現狀。有鑑於此，納入「監控型董事會」始為正本清源之道，學說即有肯認區分「執行型董事會」與「監控型董事會」、並區分其法制政策之必要性¹¹；公司法全盤修正委員會亦提供類似建議，主張非公開發行公司得自由選擇「業務經營型董事會」或是「監控型董事會」；而公開發行公司之董事會則應定調為純粹之「監控型機關」¹²。

第三項 第 193 條與第 202 條之衝突——股東會至上之揚棄

我國公司法第 193 條與第 202 條之衝突亦與「股東會至上」概念有所牽連。若跳脫我國法文義之框架，股東會究竟得否以決議指示或禁止董事會為特定之經營行為？本文認為此爭議取決於是否採取「股東會至上」此等前提問題。採取股東會至上之理念下，即使權限透過章程或任何方式授予於董事會，股東會亦得在其認為不妥時以決議推翻之，蓋最終決策權限歸屬於股東會，例如 20 世紀前之英國；另一路徑則是揚棄傳統股東會至上之理念，承認董事會享有「獨立權限」，無論董事會之權限來源係章程或是法規，但凡劃定權限分配，各機關僅能在不超越他機關之權限範圍內行使權限，學說亦有稱之為「同等理論」(Theory of Parity)¹³。現行英美法制皆採取後者，差別在於美國法下董事會之經營權能乃法規授予，

¹⁰ 方嘉麟，曾宛如，強化公司治理，月旦法學雜誌，275 期，頁 29-30 (2018 年)；黃銘傑，董事會功能之轉換與公司法制度修正應有之道——日本公司法的發展經驗，「公司法全盤修正重要議題」研討會，臺灣大學法律學院商事法學中心、政治大學法學院財經法學中心主辦，頁 1-2 (2018 年 3 月 14 日)。

¹¹ 洪秀芬，從德國法制轉換經驗看董事會功能之定位，「公司法全盤修正重要議題」研討會，臺灣大學法律學院商事法學中心、政治大學法學院財經法學中心主辦，頁 4 (2018 年 3 月 14 日)。

¹² 公司法全盤修正修法委員會，第三部分——修法建議，頁 3-68～3-69(2018 年)，<https://www.law.nccu.edu.tw/uploads/asset/data/5fc364a5dca3a31002009616/section3.pdf>。

¹³ See THEODORS BAUMS & E. WYMEERSCH, SHAREHOLDER VOTING RIGHTS AND PRACTICES IN

股東會不僅不得以決議僭越，亦不得以章程或辦事細則調整；英國法下董事會之經營權能乃章程授予，惟股東會決議同樣不得僭越之，即使修改章程之權力歸屬於股東會。本文認為，英美法之政策選擇足以揭示傳統的「股東會至上」理念不應再主導我國公司法制。首先，近年來「股東乃公司所有者」、「董事為股東之代理人」等概念已漸漸受到我國學說之多方質疑¹⁴，董事會應無條件服膺於股東會已然成為歷史遺物，蓋此無法適切因應現行公司實務之種種課題；再者，無論是章程或法律在分配權限於特定機關之際，係著眼於其「功能優勢」與「權限行使之適合性」，若拘泥於傳統之股東會至上理念，將會侵蝕權限交由董事會行使所欲達成之目的與效益，蓋若董事會實質上附麗於股東會之首肯而無「獨立權限」，將使其難以發揮應有之功能；此外，「權限」與「義務」乃一體兩面，若認為董事會並無獨立之權限，將使董事會之權責不清、亦難以敦促其合法的履行職務，蓋最終決策者理論上為股東會。

回到我國法第 193 條與第 202 條之爭議，英國學說見解曾提出以下質疑：股東會已可透過普通決議解任董事，卻不能以較為溫和的方式推翻董事會之決議，此結論似乎有些輕重失衡¹⁵。此見解即得以「股東會至上理念之揚棄」予以回應。此外，本文亦認同我國通說之見解，認為公司法第 193 條與第 202 條之衝突應以後者為準，即視權限事項是否依法令或章程歸屬於股東會，原因如下：其一，依我國通說見解，於 2001 年公司法修正後我國已漸漸步向董事會中心之政策，甚至已然採取董事會優位主義，此種見解必然導出第 193 條應配合第 202 條而「目的性限縮」之結論，蓋董事會之經營權限乃獨立之法定權限，於此範圍內自然不必受股東會決議之拘束；其二，即使從第 202 條隱含之「章程保留權限」推斷出我國未必採取董事會優位主義¹⁶，亦不影響此一結論，英國法即為明證。申言之，

EUROPE AND THE UNITED STATES 317-318 (1999).

¹⁴ 參照：陳俊仁，公司治理與股東權益維護——論股東會章訂專屬決議權限之規範缺失，月旦法學雜誌，184 期，頁 49-52 (2010 年)。

¹⁵ P. L. DAVIES, GOWER AND DAVIES: THE PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW 304 (7th ed. 2003).

¹⁶ 參照：曾宛如，公司參加代位訴訟與表決權迴避行使之適用：兼論股東會與董事會權限劃分——最高法院一○三年度台上字第二七一九號民事判決與臺灣高等法院高雄分院一○二年度抗

縱使英國法下股東有權主動修改章程調整機關權力分配，且理論上未有董事會專屬權限，惟其核心概念乃視「章程」為公司權限分配的根本大法——章程始能規範各機關享有之權限，且各機關皆不得違反章程而侵越其他機關之權限¹⁷；其三，若比較普通決議與修改章程之多數決門檻，亦得為此結論提供相當依據。現行法規範股東會修改章程應經特別決議，即昭示公司內部組織、關係人權利義務之異動應有如此代表性始屬正當，包含機關權限歸屬之調整。準此，若不將本條之適用範圍予以限縮，將違背公司法在權限分配上「昭示慎重」之立法目的，蓋此等同於承認股東會得以較不具代表性之普通決議取代修改章程此等法定方式。

另一有趣之問題在於：股東會得否以「特別決議」指示或禁止董事為特定之經營行為，無論權限是否已授予董事會？誠然，此屬英國法獨有之爭議，於我國現行法制下尚無實益，蓋我國未如英國公司模範章程第4條允許股東會以「特別決議」干預之公司業務決策¹⁸。惟本文認為，若經探究後認定我國宜採取英國法無董事會專屬權限之路徑，此爭議在我國未嘗沒有討論價值。申言之，無董事會專屬權限之下，股東會已能透過章程將權限長久性質地收歸於己，依舉重以明輕之法理，其何嘗不能藉由具有相同代表性之特別決議「暫時性」地干預公司經營？縱肯認我國存在「董事會專屬權限」，於董事會專屬權限以外之事項仍應有以章程分派於股東會之餘地，則此亦回到前述之邏輯：股東會已能修改章程將此權限長久性地收歸於己，似無反對其以特別決議短暫性干預之理由。

當然，本文需再度強調，此爭議於我國現階段尚無太大探討實益，蓋我國未有類似英國模範章程之條款，故兩機關之權限劃分仍係本於第202條與第193

字第二三七號民事裁定之評析，月旦裁判時報，9期，頁23-30（2015年）；曾宛如，「讓與全部或主要部分營業或財產」之探討：兼論董事會與股東會權限劃分之議題，臺大法學論叢，35卷1期，頁294-296（2006年）；曾宛如，股東會與公司治理，國立臺灣大學法學論叢，39卷3期，頁112-114（2010年）；曾宛如，我國公司法待決之問題——以公司法制基礎理論為核心，月旦法學雜誌，181期，頁51（2010年）。

¹⁷ See *Shaw & Sons (Salford) Ltd v. Shaw* [1935] 2 K.B. 113 (CA); *Scott v. Scott* [1943] 1 All E.R. 582.

¹⁸ See Companies (Model Articles) Regulations 2008, SI 2008/3229, Sch 1: Model Articles for Private Companies, para 1, pt 2, s. 4.; Companies (Model Articles) Regulations 2008, SI 2008/3229, Sch 3: Model Articles for Public Companies, para 1, pt 2, s. 4.

條之解釋論：權限分派依據法令與章程，分派完畢後若無透過章程重行調整，則兩機關均須嚴守各自之權限範圍。惟本文之所以對英國法獨有之爭議有所著墨，係由於若我國最終有意走上英國法之路徑，此爭議會是一個頗為有趣之議題，我國未嘗不能比照英國法設計類似之制度。循此，首要關鍵仍係釐清我國對於股東會與董事會權限分配之態度為何，係採取董事會優位主義抑或是英國法制崇尚章程自治之理念？有否董事會專屬權限及其範圍為何？

最後，「股東會至上之揚棄」與「同等理論」亦有助於處理「機關逾越權限」與「董事會將議案交由股東會追認」之爭議。核心理念在於：僅有「法律」或「章程」得作為權限分派之依據，各機關在此授權下各自享有不受侵犯之獨立權限。於「機關逾越權限」之情形，無論是股東會或是董事會越權，在「同等理論」下皆不應允許，故其越權而為之決議皆應解為無拘束力，否則將使機關所欲發揮之功能大為減損，亦使責任之追究滋生疑義；於董事會主動將此權限交由股東會「追認」之案例，姑且不論此帶有「免除董事責任」之決議本即顯有疑義，單論「委由股東會決議」即不應允許，蓋其已破壞了章程與法令所為之權限劃分，自亦有違「同等理論」之內涵。東南水泥案中，法院之論述為：「股東會係由公司所有者組成，董事會就其權限事項，決議交由股東會決定時，乃將其權限事項委由股東會以決議行之，尚非法之所禁。」¹⁹其之所以強調股東會乃「公司所有者」，並肯認董事會將其權限事項交由股東會決議，似乎即源於我國過去「股東會至上」之殘留觀念²⁰。然而，根據上文說明，我國不應再囿於過往傳統的股東會至上理念，是以在應然面上不僅應禁止董事會決議將其權限事項交由股東會決定，在實然面上若股東會已作成決議，亦應解為此決議對董事會無法律上拘束力，董事會仍需本於受任人義務自行作成決策。

¹⁹ 最高法院 103 年台上字 2719 號判決。

²⁰ 參照：黃銘傑，2014 年公司法與證券交易法發展回顧，臺灣大學法學論叢，44 卷特刊，頁 1575-1576（2015 年）。



第二節 非公開發行公司之路徑

第一項 大小公司治理分流

按大小公司治理分流之謂，乃現代公司法制上，大小公司因其表現於外之特性不同，所適用之法律規範亦應有所區隔²¹。簡言之，大型公司與小型公司存在不同治理需求，故法制上產生了一種因應不同規模與特色之治理倡議，學理即稱「大小公司治理分流」。

儘管「大型公司」與「小型公司」獨特且迥然有異之特徵相當容易辨識，實際上卻難以清楚界定兩者之界限。第三章論及美國法大小公司治理分流之概念時，提及美國文獻咸有將 Close Corporation 與 Closely Held Corporation 混用之情形，部分文獻亦直接將此概念與股票公開發行之「公開發行公司」相對，似乎係將股票公開發行之公司認定為「大型公司」，與之相對的則為股票不具公開流通特質之「小型公司」²²。惟一如本文於該節所述，Close Corporation 與 Closely Held Corporation 本質上應屬不同概念，若以我國公司法制作為解釋路徑，美國學者所述之大小分流應係以「公開發行公司」與「非公開發行公司」作為區分標準。依近年我國公司法修正之軌跡以觀，立法實務與通說亦採取此種分類模式²³。當然，以此作為區分標準並非毫無缺陷，蓋實務上必然會發展出例外之情形，例如非公開發行公司亦可能規模極大、員工及股東眾多；公開發行公司之資本額與交易額亦可能相當低。實則，比較法多未以「公開發行」與否作為中小企業之判斷標準，惟有論者指出「中小企業」與「非公開發行公司」雖無法全然畫上等號，然從社

²¹ 參照：王文字，公司法論，修訂 6 版，頁 61-66 (2018 年)。

²² See Harwell Wells, *The Rise of the Close Corporation and the Making of Corporation Law*, 5 BERKELEY BUS. L.J. 264, 276 (2008).

²³ 參照：陳彥良，股東會股東權現代化之建構——由民間公司法全盤修正委員會修法建議出發，月旦法學雜誌，268 期，頁 47 (2017 年)；莊永丞，公司法最新修正簡評，萬國法律，221 期，頁 41-43 (2018 年)；王文字（註 21），頁 61-66。

會概況與商業實務之發展現狀以觀，以「公開發行」與否作為評斷標準仍有相當價值²⁴。循此，本文將以「公開發行公司」與「閉鎖性質公司」（非公開發行公司）作為論述基礎。



公開發行公司與閉鎖性質公司之特徵上，主要可從幾個面向切入以探求其本質之差異——「股東組成結構」、「經營與所有分離程度」、「代理成本之差異」、「企業自治程度」。

其一乃股東結構上之差異。閉鎖性質公司欠缺次級流通市場與有效率之股份轉讓管道，且許多公司內部亦簽訂股份禁止轉讓之股東協議，以維持公司內部之和諧與股東間之高度信賴關係²⁵。此等股票不易流通、股東彼此具有信賴關係之特質導致閉鎖性質公司之股東結構較為穩定、人數較少而具有濃厚人合性質；公開發行公司則呈現相反之趨勢。「股份自由轉讓」不僅作為公開發行公司之「原則」，同時扮演著現代大型公司得以有效吸引社會游資、促進資金廣泛流通之角色，投資人亦普遍奉行著用腳投票之「華爾街規則」——公司績效不如投資預期時，寧願出脫股份退場也不願以表決權介入公司經營。在此股票自由流通、投資人普遍以此作為投資策略之助長下，公開發行公司之股東人數不僅遠較閉鎖性質公司為多，其結構組成亦較不穩定。

其二乃經營與所有的結合與分離程度。於閉鎖性質公司中，經營與所有合二為其顯著之特徵²⁶。此現象不僅源於其股東人數較少，故股東所能干預經營之影響力較大，亦由於大股東難以在閉鎖性質公司出脫持股，故其更有強烈動機參與公司經營²⁷。此可由實務上閉鎖性質公司之經營者與員工經常由股東擔任所驗證。循此，股東不僅是投注資金之所有者，亦通常兼任管理公司之經營者；公開發行

²⁴ 黃琪禎，我國非公開發行公司治理路徑之探尋——從法制建構和實務運作出發，臺灣大學法律學研究所碩士論文，頁 27-31（2018 年）

²⁵ 王志誠，閉鎖性公司少數股東之保護，政大法學評論，89 期，頁 205（2006 年）。

²⁶ F. Hodge O'Neal, *Restrictions on Transfer of Stock in Closely-Held Corporations: Planning and Drafting*, 65 HARV. L. REV. 773, 773 (1952).

²⁷ Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Close Corporations and Agency Costs*, 38 STAN. L. REV. 271, 273-74 (1986).

公司則具有典型的經營與所有分離特徵，此乃出於資本大眾化而必然附隨之現象。申言之，基於種種經濟政策、法制導向與公司拓展業務之需求，公開發行公司之股權漸趨分散，散戶股東投資之目的泰半係為獲取公司營運之利潤而非親自參與經營，且其所持有之零星股權亦無介入經營之能力。如此一來，公司單一所有人均難以控制公司之經營與管理，反掌控於僅持有少數股權之經營階層，進而形成公司所有權與經營權逐漸分化之現象²⁸。

其三乃代理成本之差異，此亦牽涉經營與所有之分離程度。閉鎖性質公司普遍上經營與所有相對結合，控制股東有較大經濟誘因親自經營公司，並謀求公司盈餘之增加。即使控制股東並不親自經營公司而係委請他人負責執行日常業務，亦因其熟稔公司內部資訊而能有效地行使監督權，閉鎖性質公司因而在抑制股東與經營階層間之代理成本上更具成效²⁹。惟與此同時，閉鎖性質公司之股權集中結構反而有高度可能伴隨著控制股東與少數股東間之利益衝突，致生另一種形式之代理成本，蓋掌握控制權之股東可能挾其控制地位犧牲小股東權益，以達到牟取「控制者私利」(private benefits of control) 之目的，例如利益輸送與權益排擠³⁰；相對而言，公開發行公司因股權高度分散呈現經營與所有分離之現象，為制衡持股極少之經營階層在利益分歧下所可能產生的「濫用權限」與「無能經營」等不當經營行為，作為「本人」之股東與作為「代理人」之經營階層之間勢必產生高額之代理成本³¹。公開發行公司中雖亦可能產生控制股東與少數股東間之代理成本，惟此可透過市場監督之力量所緩解，少數股東亦較容易出脫持股退場，故不如閉鎖性質公司嚴重。

其四乃企業自治之程度，此亦可理解為法規範寬嚴程度之差異。閉鎖性質公司理應享有更高之企業自治空間，係由於其股票並不具有流通性，投資大眾受到

²⁸ See ADOF A. BERLE, JR. & GARDINER C. MEANS, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY 84-89 (2th ed. 1968).

²⁹ 王文字，從股權結構論公司治理法制，月旦民商法雜誌，10期，頁10（2005年）。

³⁰ 王文字，同前註，頁11。

³¹ 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，臺灣大學法學論叢，29卷4期，頁9-10（2000年）。

損害之可能性遠較公開發行公司為低，故以「公益保護」之強行規定介入其公司治理較無正當性。同時，其所呈現之經營與所有合一性質導致其較無典型公開發行公司之公司治理需求，例如股東與經營階層之代理成本較不顯著。凡此種種均能推論出閉鎖性質公司應受較低強度之管制，蓋賦予其彈性之自治空間顯然更加契合其閉鎖、人合之特徵³²；相對而言，公開發行公司之股票處於公開流通之狀態，較有可能觸及資力不足之投資大眾，故為保障證券市場的交易安全，其將受到立法更嚴格的管制。此外，公開發行公司因組織龐雜之故，甚難與各利害關係人就其權利義務個別磋商，故為保持經營效率，較有預先設定內部機關之組成與權限之必要，以促進經濟效率及節省交易成本³³。

第二項 比較法之啟示與本文見解

如比較法一節所述，對於具有閉鎖性質之小型公司，各國普遍採取寬容之態度，廣泛承認其有自行劃分權限之自治空間，故股東實際上享有較高之控制權與決策權，蓋其享有變更章程之權力。

舉例而言，美國法區分大小公司而有相異治理模式。於大型之公開發行公司採取極端之董事會優位主義，惟於人合性質較高之閉鎖性質公司或閉鎖性公司則採取相反之立法政策，在一定條件下允許公司自由安排其權限分配，甚至得廢除董事會；英國法之權限劃分政策未如美國法如此涇渭分明，惟在其崇尚章程自治與契約自由之理念下，小型之私人公司當然亦享有自行分配機關權限之自治空間；其他諸如德國之有限責任公司、法國之有限責任公司，股東會皆享有實質介入公司經營之權限³⁴。

³² 王文字（註8），頁66-67。

³³ 王文字，同前註，頁64-65。

³⁴ John Armour, Luca Enriques, Henry Hansmann, Reinier Kraakman, *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, in THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH 49, 58 (Rainer Kraakman & John Armour eds., 3rd edn. 2017).

比較法賦予小型公司之內部組織事務較大彈性頗值我國所借鏡。其理源於大小公司治理分流之核心概念：鬆綁小型公司之管制、賦予其較大之自治空間。除比較法之觀點，若以閉鎖性質公司之特質與權限劃分之政策相印證，亦能導向「否定董事會專屬權限」之觀點。

其一，閉鎖性質公司並非現代大型企業，實無採取董事會優位主義之必要³⁵。各國法制對於大型公司之治理模式趨向董事會優位主義有其脈絡可循，蓋經營與所有高度分離之下，經營權限授予董事會乃最具經濟效益之作法³⁶。根據 Kenneth Arrow 教授的理論，組織決策機制可分為「共識型」(Consensus) 及「權威型」(Authority)。「共識型」較適用於小型企業，由於股東們享有較為一致的資訊及利益取向，得以較輕易的以集體共識做出決策。然而，當公司規模不斷擴張，以「共識」為基礎之決策模型已然不勝負荷，取而代之的乃是便於現代大型公司運作之「權威型」決策模式。原因在於：極為分散之股權結構與複雜的公司事務之揭示了股東處於資訊不足且利益分歧之狀態，隨之而來之集體行為困境使股東參與公司經營之成本極大，集體決策因而變得不切實際。鑑於此等對於經營難以著力之憾，股東傾向將決策權授予一個較小的組織——經營階層，藉此使現代大型公司得以運作³⁷。循此，大型之公開發行公司採取董事會優位主義有其立論基礎與脈絡可循，即此為經營與所有高度分離之必然結果，且為其欲因應商業實務較適宜之運作模式。惟閉鎖性質公司並不具類似之特徵，亦無採取此路徑之必要。申言之，閉鎖性質公司因股東多參與公司經營與人合性較濃厚等特質，使其未如公開發行公司之股東普遍資訊不足、控制力低落，亦較無股東理性冷漠、集體行為困境等阻礙。誠如力主董事會優位主義之 Bainbridge 教授所述，董事會優位主義之功能無法在閉鎖性質公司充分發揮，蓋其經營與所有相當結合；且此類公司

³⁵ 曾宛如，家族企業之傳承與併購防禦——公司法制之現況與不足，月旦法學雜誌，325 期，頁 27 (2022 年)。

³⁶ See Stephen M. Bainbridge, *Director V. Shareholder Primacy in the Convergence Debate*, 16 TRANSNAT'L LAW. 45, 59-61 (2002).

³⁷ KENNETH J. ARROW, THE LIMITS OF ORGANIZATION 68-70 (1974).

通常傾向建立更適於自己之權力分配，因此其可能更適合適用合夥法而非公司法之規定³⁸。

其二，寬認閉鎖性質公司得自行決定最適之內部組織與權限劃分能最大化其經濟效益，減少無謂之法遵成本。以經濟效益與成本為由，須以「公司契約理論」作為基礎³⁹。申言之，各企業組織為求在市場競爭下存活，乃順應經營環境調整組織的治理結構與營運方針，以盡可能「降低代理成本」與「最大化經濟效益」。惟最理想之治理結構必然隨著產業之不同而有所不同，唯有實際從事生產活動、進行交易之公司參與人始清楚對其最理想之公司治理架構。公司契約理論之核心精神——契約自由原則，恰能為此現象提供理論依據，即容許公司契約當事人締約、自行安排出最理想用以抑制代理成本之法律與市場管制手段的組合⁴⁰。以公司內部機關之權限劃分為例，經營權之分布與股東制衡力量均牽涉代理成本甚鉅，理應賦予公司足夠之彈性俾利其尋求代理成本最低之組合。此時，若將董事會優位主義強行適用於閉鎖性質公司，反而扼殺了其尋求最適契約條款之可能性，使其承受無謂之法遵成本。舉例而言，許多閉鎖性質公司之業務經營由大股東所控制，若以立法強制決定股東會與董事會分權實無多大意義，反而使股東本能簡易決策之事項仍需經過董事會之首肯，徒增程序上之成本。此現象於經營與所有完全結合之公司、全資子公司或是一人公司更顯荒謬，蓋此等公司之經營實際上完全由大股東控制，甚至可能未設置董事會。前開現象均凸顯權限劃分聽任企業自治應為閉鎖性質公司較合適之路徑，蓋其並未如公開發行公司有股東控制力衰弱之現象，其經營與所有結合之特色亦使「法定強制分權」反與實務現況相去甚遠，形成違法屬常態之怪誕情狀。

總而言之，須否定閉鎖性質公司中董事會專屬權限之存在，始能最大程度的落實小型公司內部權限劃分上之自治。實則，閉鎖性公司專節最初之草案即有意

³⁸ Stephen M. Bainbridge, *The Board of Directors as Nexus of Contracts: A Critique of Gulati, Klein & Zolt's 'Connected Contracts' Model*, 88 IOWA L. REV. 1, 36 (2002).

³⁹ 參照本章第三節第四項第二款：公司契約論之修正與公司法中之強行規定。

⁴⁰ 王文字（註8），頁23-24。

允許閉鎖性公司全面改變權力配置，諸如採取股東會優位主義、或將特定事項決定權限分配於股東會，甚至肯認章程得廢除監察人（蓋若股東會直接負責業務決策，監察人已無監督之正當性與必要性），但最終法案並未採納⁴¹。惟此論點已漸漸受到我國學說見解之重視，如有認為於非公開發行公司中，經營與所有分離之現象較不明顯，股東會與董事會甚至可能係由相同的人組成，此際強調董事會專屬權限的正當性相對較低⁴²；亦有認為非公開發行公司本應享有規制自己公司內部運作之權力，股東會優位主義注定不會消亡⁴³。

令人惋惜者，我國司法實務似仍未有此種觀念。除渠等於論述董事會專屬權限之際，並未仔細區分公開發行公司、非公開發行公司或閉鎖性公司是否應有所區別，近期經濟部曾經手閉鎖性公司與非公開發行公司之議題，亦得出相同之結論。以 109 年經濟部研商公司法疑義會議所討論之議題為例，該次會議之案由三議題二為：「如該閉鎖性股份有限公司章程特別股規定，特別股股東於普通股股東會對「家族成員以外之人增資」事項具否決權，茲因公司發行新股非屬股東會決議事項，是否符合公司法第 356 條之 12 立法意旨？」會議結論略為：「二、是以，觀諸上開立法說明，並無說明閉鎖性股份有限公司發行新股之職權得以章程另訂，爰在授權資本制原則下，發行新股仍屬董事會職權，公司法第 356 條之 12 第 1 項規定之「除章程另有規定者外」，僅係明定董事會決議之門檻，得以章程另訂較高之規定。三、所詢閉鎖性股份有限公司發行新股，屬於董事會決議之事項，依本部 108 年 1 月 4 日經商字第 10702430970 號函意旨，尚不得由特別股股東對於「洽特定人增資」事項行使否決權。」對於非公開發行之非閉鎖性公司，經濟部亦採相同見解⁴⁴。此議題雖以特別股為主軸，惟與董事會專屬權限概念密

⁴¹ 方嘉麟、林郁馨，複數表決權股之立法政策分析——以臺灣及香港為例，月旦民商法雜誌，52 期，頁 59 (2016 年)。

⁴² 楊岳平，2020 年公司法與證券交易法發展回顧，臺灣大學法學論叢，50 卷特刊，頁 1582-1583 (2021 年)。

⁴³ 曾宛如，公司參加代位訴訟與表決權迴避行使之適用：兼論股東會與董事會權限劃分——最高法院一○三年度台上字第二七一九號民事判決與臺灣高等法院高雄分院一○二年度抗字第二三七號民事裁定之評析，月旦裁判時報，39 期，頁 30 (2015 年)；陳彥良（註 23），頁 47。

⁴⁴ 經濟部 109 年 5 月 14 日召開研商公司法疑義會議紀錄，頁 8-9。

切相關。申言之，「發行新股」乃董事會不可被僭越之權限早已深植於實務觀念當中⁴⁵，故舉凡剝奪董事會此等權限之手段——章程、特別股，其均抱持否定態度。頗為遺憾的，經濟部在單獨面對「閉鎖性股份有限公司」與「非公開發行公司」時仍堅持此一概念，顯然並未意識到閉鎖性質公司在內部權限劃分上應有相異之治理模式。

第三項 小結

本節首先概述近年公司治理改革之潮流——大小公司治理分流之意義。此改革倡議源自於公開發行公司與閉鎖性質公司特徵上之差異，不同規模、體質之企業在治理模式之應然層面上應有相異考量。公開發行公司之典型特徵乃經營與所有分離、公益保護需求高、股東集體行為困境及理性冷漠現象較為明顯等，故法制多傾向以強行規定介入公司治理模式，以保護投資大眾與促進經營效率，繼而使企業自治程度之較低；閉鎖性質公司多呈現經營與所有高度結合之趨勢，股東人數及結構較為穩定，故具有較濃厚之人合色彩。同時，前開特徵亦使閉鎖性質公司免於股東集體行為困境、股東與經營階層代理成本較高之問題，故法制上較無以強行規定介入其公司治理之正當性。同理，公司內部機關之權限劃分亦有如此區別對待之必要。以比較法之觀點作為借鏡，各國法制對於大型公開發行公司時之立法政策雖較為歧異，惟對於小型之閉鎖性質公司則殊途同歸——高度肯認其內部自行劃分權限之自治空間，縱如美國法一般崇尚董事會權力者亦復如是。此外，本文亦自兩個觀點強化此一結論之正當性。其一。閉鎖性質公司並無採董事會優位主義之必要，蓋後者所提倡之「權威型」決策模式與閉鎖性質公司之各項特徵不相契合，其完全有能力及意願自行發展出最適合之決策模式；其二，立基於公司契約論及交易成本理論，允許閉鎖性質公司自行決定內部組織之事務始能最大化其經濟效益，並減少無謂之法遵成本。惟實務見解之進展頗為有限，蓋

⁴⁵ 關於實務見解對於發行新股之態度，請參照第二章第二節之董事會專屬權限。

縱面對小型之閉鎖性質公司，其對於董事會專屬權限之堅持亦未見鬆綁趨勢。在世界潮流之驅使下，我國通說與立法者漸漸意識到「大小分流」之必要性，實務見解亦不宜墨守成規，須盡早將「大小分流」之概念全面性地適用在所有公司治理議題上。以本文所欲探討之核心議題而言，即是承認在非公開發行公司中並無董事會專屬權限之存在，公司內部之權限劃分端視章程或其他契約為準⁴⁶。

第三節 公開發行公司機關專屬權限之重塑

第一項 概說——英美法路徑之取捨

公開發行公司是否應有董事會專屬權限？若然，範圍為何？不妨先比較我國與各國法制之異同。美國法之董事會專屬權限範圍顯然最為寬廣，依其實務與通說見解之一貫立場，公司所有「業務經營權限」皆屬之；我國法與瑞士法次之，前者以法規明文應經董事會決議者為董事會專屬權限，後者列舉數項權限專屬於董事會而不得以章程劃歸股東會；英國法則無董事會專屬權限，理論上章程得自由分配任何權限事項。

實務上，大型之公開發行公司最終多形成董事會優位主義，此乃股權分散下之必然結果，即令是英國亦不例外。若此，探究公開發行公司之董事會專屬權限是否具有實益？本文認為前些時日於美國掀起劇烈論辯之議題：「股東主動權」之爭，對此或有所助益。

⁴⁶ 本文須強調，之所以在「非公開發行公司」一節一再論及「大小分流」之重要性，原因在於：法制設計大小公司之治理模式時應有相異之「考量」與「思維」，絕非意味著法制必須賦予大小公司相異之治理模式。以「董事會專屬權限」為例，在非公開發行公司此等小型企業中，破除其存在相對容易，蓋經營與所有較為結合，故並無強制分權之必要性；惟此並不表示於公開發行公司或大型企業中，法制即「必須」採取與非公開發行公司相異之路徑——承認董事會專屬權限之存在，毋寧應針對公開發行公司獨有之特徵與困境設計相應之制度。



第二項 借鏡——美國法股東主動權之論辯

起因於 Bebchuk 教授一篇提倡強化股東權之論文：“The Case for Increasing Shareholder Power”，數位權威學者分別對此展開強烈抨擊。早在 Bebchuk 教授此文發表之前，許多美國學者已為文倡導美國式之董事會優位主義，此文一出，乃對深植於美國公司法之核心精神提出挑戰。Bebchuk 教授之論文立基於股東缺乏主動發起權（Initiative）之美國法，其股東無法干預一般日常業務，於許多重大決策事項上亦僅有被動之決定權。簡言之，其主張賦予股東以下三類事項之干預權限：（一）遊戲規則之制定（Rules-of-the-Game），包含修訂章程與變更公司準據法；（二）遊戲結束之決定（Game-Ending），包含合併、解散與出售公司全部資產；（三）縮減規模之決定（Scaling-Down），包含現金或股票股利之分派⁴⁷。

Bebchuk 教授首先論及由股東「制定遊戲規則」之正當性，其主張藉由賦予股東「主動」修訂章程之權限，足以有效抑制代理成本與實現股東財富最大化，同時亦得促進章程條款「與時俱進」。申言之，美國法下股東對於章程修訂僅享有決定權，惟此種「被動」權限無法確保公司之治理結構符合股東或之公司最大利益。其一，決定權得相當程度確保股東利益或公司價值不會因此惡化，惟股東終究無法自行發起一項足以增加股東與公司價值的變革。以敵意併購為例，德拉瓦州之反併購法規適用於所有未以章程排除（opt out）此條款之公司，若排除此條款能增加股東與公司之價值，其最終仍僅得被動等待董事會提出此等議案，或是讓公司繼續維持現狀，惟結果通常是董事會缺乏誘因啟動此等修章案。其二，磋商理論（Bargaining Theory）昭示董事會對於章程修正案之壟斷地位將會使股東居於不利處境。舉例而言，現有三種可能之章程修正案：A、B、C，就提升股東價值而言，修正案之優劣排序乃 A、B、C，經營階層則為相反。結論是，不

⁴⁷ Lucian Arye Bebchuk, *The Case For Increasing Shareholder Power*, 118 HARV. L. REV. 833, 836-837 (2005).

僅股東無法主動選擇對其利益最大之 A 修正案，縱經營階層提出對其最有利、但對公司價值增幅最小之 C 修正案，股東亦極有可能通過此議案，蓋其無法確保經營階層是否在 C 修正案被否決後尚願意提出其他有價值之修正案。此種不確定性將使股東妥協與屈就於對股東與公司較無效率之議案，進而使經營階層立於極具優勢之地位。基於上開股東在修訂章程上之被動地位，公司章程與治理結構之變革將慢慢朝向有利於經營階層——而非公司價值與股東價值之方向演進，或至少維持原來之樣貌。惟經營環境與商業實務隨著時間推移不斷的變化，最佳之公司治理結構自然亦須與時俱進。循此，賦予股東修訂章程之主動權始能因時制宜、確保營運方針符合現時之最佳治理結構。與此同時，此種以修訂章程為手段之「內部治理」有助於減少司法、立法等「外部治理」之成本，蓋股東已能透過此等「自助」(self-help) 之手段解決治理瑕疵⁴⁸。

Bebchuk 教授亦以「遊戲規則制定權」作為立論基礎，主張股東得透過修改章程納入特定條款，使其享有公司部分業務決策之權限，以此干預公司之業務經營。Bebchuk 教授強調，其雖認為直接以預設規定承認股東享有具體業務決策之干預權限對於公司仍屬有益，惟此機制恐怕將面臨更多之反對意見，故至少應容許股東得以修訂章程賦予自己干預特定業務決策之權限，且並無理由劃定某些特定事項，使股東即使修章亦不得干預⁴⁹。Bebchuk 教授接續指出此制度在兩種具體業務決策上特別具有實益——遊戲結束之決定與縮減規模之決定，蓋渠等均牽涉鉅額之代理成本與經濟利益。於遊戲結束之決定，鑑於經營階層可能在「終局決定」上失卻其控制權所生之利益，其極有可能消極不提出對於公司與股東具有價值之終局決定，而股東干預恰能抑制由是而生之代理成本，亦能促使經營階層為降低股東干預之頻率而盡力提升營運績效⁵⁰；於縮減規模之決定，係源於將營運收入保留於公司、或以此資金擴張企業版圖與經營階層之私益高度相關，部分

⁴⁸ *Id.* at 862-870.

⁴⁹ *Id.* at 892-895.

⁵⁰ *Id.* at 895-901.



文獻甚至將此視為大型上市公司所面臨最重大之代理問題。股東之干預不僅得適時減緩公司保有過多自由現金流量（free cash flow）與過度擴張之問題，相對於其他治理機制亦較有因應各種不同情狀之彈性⁵¹。

Bebchuk 教授之倡議富含英國法制之核心精神——憲政模式，股東得「主動」修訂章程決定公司權限分配，且透過章程分派業務決策權限時不應有所限制。此規範模式與英國法不謀而合：機關之權限劃分實質上以章程調控，章程之修訂復掌控在股東手中，且無董事會專屬權限存在。較大之差異體現在英國法明文列舉之股東會專屬權限仍要多出許多，惟在 Bebchuk 教授之模型底下，許多在英國法下專屬於股東會之權限仍需透過修改章程始能收歸於己；相對於此，擁護法定董事會優位主義者亦多主張「董事會應隔絕於股東干預」（Board Insulation），此觀點實與「董事會專屬權限」之意涵不謀而合，蓋渠等均指涉董事會之權限不得被股東干預或僭越。準此，Bebchuk 教授與擁護法定董事會優位主義者之論辯正好能夠作為英美法制之比較素材⁵²。

Bainbridge 教授作為最主要之反對論者，其批判主要為以下三點：（一）以強化股東權作為提升公司價值之治理手段效率不彰；（二）「權威型」之決策模式係促進大型上市公司經濟效率之最佳治理模式，允許代理成本存在乃利益衡量下之結果；（三）絕大多數之股東於左右公司事務方面力有未逮，且對於利用強化之股東權亦頗為意興闌珊，惟最有能力與意願積極行使權利之股東卻更傾向謀取私人利益而非促進全體股東之福祉。第一點，Bainbridge 教授自市場競爭之角度出發，對於 Bebchuk 教授主張股東主動權得「降低代理成本」、「提升公司價值」之論點提出質疑：果若如此，何以不僅企業家遊說立法機關制定相關法律之頻率如此之低，美國絕大多數之大型公司亦均未採取類似之治理模式？原因厥為「股

⁵¹ *Id.* at 901-907.

⁵² Bebchuk 教授關於「賦予股東主動修改章程調整公司權限分配」之倡議，本文將以「股東主動權」治理模式稱之，此乃由於此種倡議未有特定之名稱，且與「股東行動主義」或「股東賦權主義」並未有完全相同之實質內涵。

東不在意此種權力」，此與美國大型公司普遍由董事會掌權之現象恰能說明比起股東權強化之治理結構，「董事會中心」更能創造股東最大價值、吸引投資人注資，因此得以在市場競爭上脫穎而出。Bainbridge 教授援引美國法上著名之「州法競爭」論辯為例，主張在競爭下勝利之州法歸因於其能創造最大之股東財富，此論點亦適用於個別公司之治理結構，美國大型公司之趨同現象昭示董事會中心模型始能創造最大價值⁵³；第二點，Bainbridge 教授首先援引 Arrow 教授關於組織決策模型的理論，主張在股東受制於理性冷漠、資訊不對稱、利益分歧之大型公司中，「權威型」決策模型相當契合其決策需求，蓋其提供了一個分層決策的結構，能夠有效率且專業的調和各利害關係人的利益。與此同時，權威型決策模式必然招致代理成本，惟此乃經營與所有分離下不可避免之結果。現行公司制度仍然允許代理成本之存在係因「經營權限授予」能夠創造實質利益與經濟效率。姑且不論美國董事係處於一個綿密的問責機制下——資本及產品市場、內部及外部就業市場、公司控制權市場，單憑此制度之優勢已使吾人不宜單純基於代理成本即逕行否認權威之價值⁵⁴。第三點，Bainbridge 教授指出 Bebchuk 教授之倡議必由持有相當股權之機構投資人實施，蓋散戶股東之理性冷漠與微弱影響力對於介入公司經營力有未逮。實則，大部分機構投資人亦迫於成本效益之考量而缺乏介入公司事務之誘因，蓋大多數機構投資人為吸引其他投資人之注資而極其重視成本與收益之平衡，故股東行動主義所產生之低效益顯然不會是其策略之首選，這使得大多數機構投資人與散戶股東一樣傾向被動。更堪慮者為：最可能利用積極行使權利之機構投資人——工會與勞退基金，洽也最有可能濫用權力謀取私益。Bainbridge 教授援引學術文獻與實際案例說明工會與勞退基金較有誘因基於私人利益而介入公司事務——例如勞工權益與政治聲譽，此等目的可能偏離股東之整體利益⁵⁵。此外，早於此論辯席捲學界之前，Bainbridge 教授已基於「契約連鎖

⁵³ See Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 HARV. L. REV. 1735, 1736-1744 (2006).

⁵⁴ See *id.* at 1744-1751; Bainbridge, *supra* note 36, at 59-61.

⁵⁵ See Bainbridge, *supra* note 53, at 1751-1757.

理論」之推論而否定強化股東權之正當性。簡言之，契約連鎖理論將公司視為一系列生產要素間之契約的連結中心，各生產要素間分別與公司締約而非相互締約。在此模型中，股東與其他生產要素皆僅為其中一造契約當事人，並不具有特殊之地位（例如公司所有者）。Bainbridge 教授本於契約連鎖理論之基礎展開論述，從法制層面與效率層面觀察，董事會均係結合各種生產要素並投入生產之最適機構，故契約之連結點形式上雖為公司，實質上卻是董事會⁵⁶。循此，股東自然缺乏干預公司營運之正當性，蓋其作為契約網絡中一造當事人之權利僅是享有公司剩餘價值之請求權，決策與營運之權限理應置於在契約連結點——董事會。

Anabtawi 教授則以「股東利益分歧」之角度切入，質疑強化股東權之結果僅是強化特定股東之自利目的，未必對於股東整體價值有所助益。Anabtawi 教授首先評析 Bebchuk 教授之倡議乃基於三個前提假設：（一）公司之目的乃股東財富最大化，而非其他利害關係人之利益；（二）股東有辦法克服集體行為困境，繼而行使強化之股東權；（三）股東將利用此強化之權力規制經營階層，繼而促進全體股東——而非個別股東之利益。Anabtawi 教授並未針對前兩個前提假設提出質疑，其甚至援引文獻說明集體行為困境已非完全無法克服之問題，蓋機構投資人與股東行動主義之崛起使美國大型公司之股權有漸漸集中之趨勢，股東主動權之主張因此產生了一線生機⁵⁷。惟於第三項假設，Anabtawi 教授提出如下反駁：「當個別股東所預期之私人利益超過其干預經營階層所花費之成本時，其更傾向犧牲全體股東之共同利益，以追求其個人私益。」此投機主義(Opportunism)將進一步滋生兩種減損股東全體福祉之成本。其一，特定股東將透過強化之股東權促使公司之經營朝向其個人私益，進而致公司營運偏離股東財富最大化之路徑；其二，股東權之強化意味著股東干預公司營運之可能性增加，隨之而來者乃股東為爭奪此種權力而發生衝突的頻率亦顯著提升，雖然此種爭論成本(Squabbling

⁵⁶ See Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 Nw. U. L. REV. 547, 554-560 (2003).

⁵⁷ Iman Anabtawi, *Some Skepticism About Increasing Shareholder Power*, 05-16 UCLAL. REV. 561, 573-577 (2006).

Costs) 未必影響公司價值，惟勢必減損股東福祉⁵⁸。Anabtawi 教授並列舉數種利益不一致之股東類型，認為此等劇烈分歧使個別股東更有誘因謀求私益而非追求股東集體利益：(一) 短期投資型股東與長期投資型股東；(二) 投資組合多元之股東與投資組合單一之股東；(三) 內部股東與外部股東；(四) 社會責任型股東與經濟型股東；(五) 有避險之股東與無避險之股東⁵⁹。

Stout 教授之批判為：(一) 董事會對於經營決策更有效率、資訊更加充足；(二) 董事會得防免特定股東之投機主義；(三) 董事會經營始能促進特定性投資投入團隊生產。前兩項論述基本上沿襲 Bainbridge 與 Anabtawi 教授之主張，即董事會優位主義更加符合大型公司之治理需求，董事會獨掌經營權限亦能防範特定股東本於自利之動機迫害其他股東⁶⁰。第三項主張則立基於團隊生產理論 (Team Production Theory)。簡言之，團隊生產理論之基本命題為公司團隊 (Corporate Team) 並非僅有股東投入「特定性投資」(Firm Specific Investments)，經理人、債權人、員工等利害關係人亦投入時間、資金及專業。若股東被賦予更強大之控制權，其更有可能基於投機主義剝削其他利害關係人以謀取私益。長此以往，其他利害關係人可能越來越不願意對此類公司投入特定性投資，繼而大幅減損團隊生產之效率；相對而言，由董事會這個沒有投入特定性投資的第三人來運營「團隊生產過程」相對公正，較不會有犧牲特定利害關係人之疑慮，且其經營具有業務連續性 (business continuity) 之優勢。有鑑於此，利害關係人將更願意對董事會經營的公司投入特定性投資⁶¹。

針對 Bebchuk 教授股東主動權治理模式之質疑，本文整理成如下數點。

一. 公司組織理論推導出「弱化股東權」、「董事會中心」之觀點，諸如契約連鎖理論之推論、團隊生產理論。

⁵⁸ *Id.* at 577-580.

⁵⁹ *Id.* at 581-598.

⁶⁰ Lynn A. Stout, *The Mythical Benefits of Shareholder Control*, 93 VA. L. REV. 789, 792-795 (2007).

⁶¹ *Id.* at 795-797.



二. 自功能最適角度出發，董事會中心始能確保股權分散之大型公司得以運作。

此乃基於大型公司經營與所有趨向分離、股東面臨集體行為困境與資訊不對稱等劣勢之故。

三. 大型公司之股東利益分歧極大，股東主動權將會助長特定股東之投機主義，進而稀釋其原本良善之目的——增加股東整體價值、減少代理成本，反淪為特定股東謀取私益之工具。

四. 美國大型公司普遍採取董事會中心之治理模式，極少有強化股東權之案例，亦少見企業家遊說立法者強化股東權。此證實董事會優位主義乃更具效率、更有競爭力之治理模式，故得以在公司治理市場上脫穎而出。

五. 股東主動權之實益存疑，蓋即使賦予股東干預經營決策之權限，基於種種理由，股東亦傾向於消極行使此權力。

第三項 本文見解

如前所述，上開論辯雖發生於美國，惟足以作為英美法制之對話與比較之基礎。於此部分，本文欲評析雙方論點之正當性，同時測試英美法制與我國法之相容程度，最後總結我國較理想之方向乃採取英國法路徑——否認董事會專屬權限之存在。

Bebchuk 教授之倡議相當直觀，即透過股東修改章程、干預公司業務決策以達抑制代理成本之效。有鑑於其論點與英國法相當接近，受到與此規範邏輯大相逕庭之美國法制強烈抨擊不足為奇。針對股東主動權主張之批判基本上各有其理，惟細究之下亦非毫無疑義，似乎尚不足作為反對股東主動權之堅強理由。



第一款 公司組織理論之省思

誠然，契約連鎖理論與團隊生產理論以「經濟效率」與「交易成本理論」之角度詮釋公司與利害關係人之本質實有論據，亦某程度勾勒出大型公司中各利害關係人錯縱複雜之網絡，惟亦有其缺陷之處，導致其不足以作為推斷董事會優位主義之唯一論據；此外，在企業法制具有高度「妥當性」之需求下，純然以公司本質理論推論決策模式之路徑已然不合時宜。

其一，契約連鎖理論之模型雖已獲得廣泛美國學者之接受，惟仍存在一定缺陷。首先，過度強調契約連鎖理論可能在「強行與任意規定混合」之法制理念中產生不良影響。誠然，契約連鎖理論雖主張公司乃由一系列之契約所組成，然並不否定在此框架下公司法仍應有「強行規定」存在，畢竟即使是「一般的契約」亦應受到強行規定之拘束。然而，若過度強調契約連鎖理論之「自由性」內涵，即容易在「規範強行化與否」之命題中產生偏頗之推論⁶²，此將混淆「強行規定」與「任意規定」之區分標準⁶³；其次，契約連鎖理論之圖像無法精準解構公司之「本質」。誠如前述，契約連鎖理論最重要之基礎在於其將公司之本質描繪為一系列契約交會之處，並拒絕承認公司為得以被擁有之財產。然而，契約連鎖理論難以反駁傳統觀點中強調「股東為公司所有者」之論點。申言之，「所有權」之內容包含佔有、使用、管理、收益等權能，但並非全然具備此等權能始居於「所有者」之地位。循此，在股東普遍享有之終身權益、剩餘價值收益權都更像是一種「財產權」，而非「契約權」之下，股東乃公司所有者之論點實難被推翻⁶⁴。再者，契約連鎖理論時常以股東在大型公司並無「控制權」為由而推論其並不「擁

⁶² 有關公司法中強行規定與任意規定之區分標準，參照第三節第四項第二款：公司契約論之修正與公司法中之強行規定。

⁶³ Melvin A. Eisenberg, *The Conception That the Corporation Is a Nexus of Contracts, and the Dual Nature of the Firm*, 24 J. CORP. L. 819, 823-825 (1999).

⁶⁴ *Id.* at 825. 亦有認為，契約連鎖理論論者之所以拒絕承認公司係得以被擁有之實體，更像是推論在契約連鎖理論之觀點下，「所有權」並不存在任何意義。然而，由契約連鎖理論之假設推導出之結論，卻反被學者用以支持「公司並非可被擁有之實體」之觀點，顯然是一種循環論證。See Julian Velasco, *Shareholder Ownership and Primacy*, U. ILL. L. REV. 897, 903 (2010).

有」公司，惟若從所有權能與「共有」之概念出發，欠缺「控制力」亦非破除傳統觀點之有力論據⁶⁵。此外，契約連鎖理論過度簡化公司之「構成要素」，諸如法規、階層組織、及公司本身之「實體」與「法人」特性，似乎皆說明純然以「契約」無法全面勾勒公司之本質⁶⁶。

上開對於契約連鎖理論之批判皆有其理，惟其著力點皆係針對「理論」層面，對於公司機關權限劃分之議題助益較不明顯。實則，契約連鎖理論固然有所缺陷，然其發展出之「公司契約」觀點足以提供「企業自治」相當有力之依據，故仍應居於形塑現代公司法制之要角。應予著墨者或非契約連鎖理論「本身」，反係其推導出「獨尊董事會」與「弱化股東權」之正當性。誠然，公司與其利害關係人之「本質」為何勢必影響組織權利義務之解釋，權限劃分亦復如是；惟本文認為，如何劃分公司機關之權限更應以「具體妥當性」為準，似不應純然以「公司組織理論」加以形成。申言之，公司機關之權限如何劃分？股東會與董事會應否有優劣地位？應聚焦在「權限劃分」之利弊權衡，「公司本質」理論僅應作為一種輔助工具。此係由於：單一理論之功能並非面面俱到，其或許能解決某一面之困境，惟無法適切因應其他議題。以契約連鎖理論為例，其在描繪公司所具備之契約本質與交易成本之概念上效果顯著，惟若以此推論出公司法制應全然「獨尊董事會」與「弱化股東權」，在特定情形下是否反而不利於公司治理？再如立場大相逕庭之代理理論，其內含之「股東為本人」、「董事為代理人」之概念將推導出完全相反之權限劃分理念⁶⁷。代理理論之貢獻在於提出「代理成本」之概念、與提供諸多抑制代理成本之方法⁶⁸。然而，由此推導出之「股東會至上」實際上並不符現代公司治理之特徵與需求⁶⁹。凡此種種均透露出權限劃分議題無法單以

⁶⁵ Eisenberg, *supra* note 63, at 825-826.

⁶⁶ *Id.* at 829-830; Velasco, *supra* note 64, at 919-920; William W. Bratton, *The "Nexus of Contracts" Corporation: A Critical Appraisal*, 74 CORNELL L. REV. 407, 429-430 (1989).

⁶⁷ See Bainbridge, *supra* note 56, at 563-565.

⁶⁸ See generally Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976); Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, *Agency Problems and Residual Claims*, 26 J.L.& ECON. 327 (1983); Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, 26 J.L.& ECON. 301 (1983).

⁶⁹ See Bainbridge, *supra* note 56, at 565-568.

「公司組織理論」形塑而成，故應訴諸更具體之立法理由。

況且，縱契約連鎖理論已廣泛為美國之公司法學界所接受⁷⁰，惟於學術界之外——社會大眾、媒體、政治家與法院，股東乃公司「所有者」之觀點仍深植於廣泛群眾之觀念當中⁷¹。我國亦是如此，無論是契約連鎖理論或是團隊生產理論，皆尚未成為我國學術界之主流觀點。學界普遍採納傳統理論之前提：股東對公司出資後名義上雖喪失其資金之所有權，但實際上該資金之所有權係變形為股東權⁷²；此係由於公司法制賦予公司獨立法人格與永續經營等需求，使股東對於資金之使用與管理權能轉移至實際執行公司業務之董事會，惟處分與收益之權能則變形為其股東權之主要內涵⁷³。由此可知，在契約連鎖理論與團隊生產理論尚未內化為公司法制之核心概念以前，以此建構公司組織之權利義務似乎較不具正當性，立法者欲悖於社會大眾之普遍觀點設計權限劃分之制度亦顯得困難重重。

第二款 功能優勢與法定董事會優位主義之關聯性

第二項批判以功能最適之角度切入確係難以反駁之論點，蓋股東會之「集體行為困境」、「資訊不對稱」等現象使其相對於董事會居於功能性劣勢乃不爭的事實。然而，本文認為以此證立法制層面應「強行規制」大型公司採取董事會優位主義，正當性似亦有所不足。

其一，董事會「功能最適」之論點不必然導出董事會優位主義。即有論者指出：董事會在決策模式上固然優於股東會，惟此僅為法制上採取董事會優位主義之「必要條件」，而非「充分條件」⁷⁴。其以經理人與董事會之能力差異為例，

⁷⁰ Stephen M. Bainbridge, *The Board of Directors as Nexus of Contracts: A Critique of Gulati, Klein & Zolt's 'Connected Contracts' Model*, IOWA L. REV. 1, 9 (2002); Bratton, *supra* note 66, at 407-410.

⁷¹ Velasco, *supra* note 64, at 900-901.

⁷² 王文字（註8），頁345。

⁷³ 王文字，同前註；柯芳枝，公司法論（上），修訂8版，頁185（2012年）；廖大穎，公司法原論，增訂5版，頁284-286（2009年）。

⁷⁴ 邵慶平（註3），頁166-167。

說明董事會不僅受制於其會議體本質而無法靈活應對公司龐雜事務，亦由於企業實務上董事會甚難事必躬親而多擔任監控經營階層之角色，故實際上未必具備相當之專業與資訊⁷⁵；相較而言，實際經營者通常為董事長、高階經理人或是執行長，惟法制上卻未採取「董事長中心」或「經理人中心」。申言之，美國學界如此重視「功能最適」之論點，何以不以實際上「功能最適」之高階經理人或執行長作為法制核心，卻仍獨尊董事會？其中一項理由或許是「集體決策模式」在特定情況下比「個人決策模式」更有利於公司治理，蓋其能透過協商與交換意見避免過於獨斷之決定⁷⁶。Bainbridge 教授另以「公司分層結構」與「監控功能」之角度出發，論述「董事會」確實應居於公司治理之核心地位：現代大型公司為因應員工眾多而難以監控之問題，「分層負責」之結構提供了一項解決方案——董事會將事務委託於高階經理人並監督其績效，高階經理人再將事務分別委託於各營運單位之負責人，由此向下委託至基層之員工，形成一種分層式的監督機制。循此，董事會居於分層監督機制之最頂層，似乎無人予以監控⁷⁷。然而，董事會作為會議體之本質在此發揮了極大作用，蓋其內部監控將有效降低各成員之違法及不肖行為，其集體決策之特質亦更難使其受到不肖人士之收買。基於董事會居於監控機制頂層、集體決策相對於單獨決策之優勢，Bainbridge 教教授回應了以「董事會」——而非「董事長或執行長」，作為公司治理核心之理由⁷⁸。觀諸 Bainbridge 教授之回應，可發現其並未否定「集體決策」比起「單獨決策」效率更差之論點，亦未否認高階經理人可能更具有專業資訊之事實。本文認為 Bainbridge 教授之所以認為「董事會」仍應作為公司治理核心之理由厥為：基於分層監控制度之必要、

⁷⁵ 邵慶平，同前註。

⁷⁶ See Stephen M. Bainbridge, *Why a Board? Group Decisionmaking in Corporate Governance*, 55 VAND. L. REV. 1, 12-31 (2002).

⁷⁷ Bainbridge 教授之文章論及：Alchian 與 Demsetz 教授之主張似乎正能夠為此問題解套。其等於著作中提出將「剩餘價值請求權人」與「最終監督者」合一之見解，蓋享有剩餘價值請求權之股東最有誘因監督公司之營運行為。惟此見解最致命之處在於其並不能精確描述現代大型公司之情況，蓋不僅法制面上嚴重弱化股東之權力，實務上股東亦沒有太大意願實行監控。See Bainbridge, *supra* note 38, at 30; Armen A. Alchian & Harold Demsetz, *Production, Information Costs, and Economic Organization*, 62 AM. ECON. REV. 777, 781-783 (1972).

⁷⁸ Bainbridge, *supra* note 38, at 27-31.

集體決策之慎重與濫權行為之防免，「效率」與「專業」某程度應予退讓。此論證之啟發性在於：公司之營運與決策上，縱係「效率」與「專業性」亦可能需要服膺於更重要之利益。誠如國內論者所述，以「效率」作為一切權限劃分之基礎與正當性並非毫無疑義，蓋仍有其他利益應納入考量，例如利益衝突之防免，故以效率為由過度弱化股東會之權限對公司治理及股東價值之促進均屬不利⁷⁹。回到股東會與董事會之權限劃分，上開「董事會」與「高階經理人」之比較亦能比附援引，縱使董事會享有效率與專業性之優勢，惟營業事項必然存在某些事務，其所牽涉之其他利益更甚於效率與專業性的考量，此時由股東會決策實有一定正當性。準此，本文認為董事會為「功能最適」之決策機關洵屬的論，惟仍不足以成為立法強制企業採行董事會優位主義之堅強理由。此外，在「效率」、「專業性」、「利益衝突防免」、「抑制代理成本」等利益之互動下，依循英國法之路徑——聽任公司自行形成偏好，亦不失為一種選擇，若立法者一廂情願的認為「效率」與「專業性」必定優於其他利益，反而可能與千變萬化之商業實務脫節。

其二，縱董事會優位主義確係絕大多數大型公司最適合之治理模型，亦無法說明法制層面上強制其採取董事會優位主義之必要性。申言之，大型公司中之董事會相較股東會係更合適之業務決策機構乃自明之理，惟何以政策上即須以法律強行令公開發行公司採取董事會優位主義？本文對此深感質疑。觀諸各國大型公司實務，日常經營決策通常皆由董事會獨掌，惟各國法制卻未必均有意強制大型公司採取此路徑，類似美國如此極端之政策卻更是絕無僅有。此或許說明：大型公開發行公司採取董事會優位主義乃一種為因應經營與所有高度分離所衍生出之「典型」決策模式，未必需要立法強行導向此種路徑。以英國法制為例，其眾公司與上市公司之決策模式與各國並無顯著差異，惟理論上允許公司章程得以在權限分配上有不同安排，亦能使其偏離董事會優位主義。英國法與其實務現象提供本文一個啟示：允許大型公司自行決定內部權限劃分並不會使董事會優位主

⁷⁹ 曾宛如，股東會與公司治理，臺灣大學法學論叢，39 卷 3 期，頁 137-138（2010 年）。

義因此絕跡，蓋市場需求將會驅使大型公司由董事會執掌日常經營決策。英國大型公司在享有董事會優位主義之效率與專業性之際，優勢更在於其自治空間得以因應若干特殊情況，使公司能夠因時制宜的調整至對其最適當之權限劃分，美國法制相較起來顯然欠缺了此等彈性。舉例而言，在大型公司成千上萬之營業事項中，必然有較適合由股東決策者——例如影響股東利益重大、或董事會面臨高度利害衝突之事項，此時若囿於法定董事會優位主義而僅得以單一決策模式應對，反而可能招致無效率之營運成果。此論辯其實隱含著更深層之爭點：是否應「強制」使企業之經營與所有分離？我國修法沿革與經濟部之解釋似乎有此趨勢⁸⁰，惟理論上並非毫無爭議。本文認為經營與所有分離僅是一種法律對於經濟現象之「解讀」與「回應」，似不應作為一種改善公司治理的「目的」。申言之，經營與所有分離是一種大型公司之普遍趨勢，故公司法以此經濟現象作為「基礎」設計制度，惟「基礎」並不代表「立法目的」，以法律強制企業走向「經營與所有分離」因而欠缺了正當性。此一見解亦得到了部分國內文獻之支持，有論者質疑：立法者肯認經營與所有分離的趨勢並不代表其欲強制所有公司均應採取此一路徑，亦可能意在保留公司依照其自身經營情況自由決定分離或結合程度之彈性空間⁸¹；亦有論者直接表示企業欲走向經營與所有之「合一」或「分離」，應屬企業自治之範疇⁸²。

回到正題，我國法是否或應否朝向美國式的董事會優位主義邁進？依實務見解對於董事會專屬權限之勾勒，應未如美國法如此徹底⁸³，惟多數學者援引公司

⁸⁰ 參照：邵慶平，論股份有限公司中所有與經營的合一與分離，月旦法學教室，34期，頁93-95（2005年）。另參照經濟部92年經商字第09202172110號函釋針對「章程得否規定董事應由股東中選任」之解釋。經濟部認為，2001年修正公司法第192條第1項理由在於，此規定與企業所有與經營分離之世界潮流不相契合；且公司之獲利率與公司董事由股東選任無特殊關聯，故董事不以具有股東身分為必要。經濟部進而認為：「公司章程如限縮為僅以股東身分者方得充任董事，與修法意旨不符。」頗有經營與所有「強制分離」之意味。

⁸¹ 參照：方嘉麟、朱德芳，公司章程自治之界限——以章程置入反併購條款之可行性為核心，政大法學評論，143期，頁256-257（2015年）。

⁸² 劉連煜，超越企業所有與企業經營分離原則——強制機構投資人分散持股規定的檢討，政大法學評論，52期，頁420-421（1994年）。

⁸³ 我國實務見解所勾勒之董事會專屬權限乃「法定應經董事會決議事項」，而美國法則是全部之「日常經營事項」，對比下我國法未如美國法如此獨尊董事會。參照：臺灣臺北地方法院110年

法第 202 條之修正言明我國已採取董事會優位主義⁸⁴，似乎昭示著董事會優位主義之強行化⁸⁵。本文對此頗有質疑，姑且不論現行法解釋下，非毫無採納英國法路徑之空間⁸⁶，以第 202 條之修法沿革推論我國已採取董事會優位主義亦顯得速斷，蓋其並未回應到強行化之必要性為何。準此，本文認為未必須從法制層面強制公開發行公司採取董事會優位主義，允許其以「章程」自然形成最適之決策模式亦為政策選擇之一⁸⁷。

其三，在機構投資人崛起之時代背景下⁸⁸，「股東冷漠」、「專業知識不足」等劣勢均有相當改善。申言之，在股權極為分散之大型公司中，受制於理性冷漠與集體行為困境之股東「理論上」確實缺乏積極介入公司事務之誘因，即令是股權實力與資力雄厚之機構投資人亦因成本考量而存在消極主義之問題⁸⁹。然而，此一現象已隨著時間推移而逐漸被扭轉。諸多實證研究自「股東提案數量」⁹⁰、「提案支持度」⁹¹、「委託書徵集之關注度」、「股東會與經營階層之交流」之增

度訴字第 7332 號判決、經濟部 109 年經商字第 10902040070 號函。另請參照第二章第二節第二項之介紹。

⁸⁴ 參照：陳俊仁（註 14），頁 54-56；邵慶平（註 3），頁 156；莊永丞，未經股東會決議之公司重大行為效力——兼評 97 年度台上字第 2216 號判決，財金法學研究，1 卷 2 期，頁 168-171（2018 年）；王文字，企業併購法總評，月旦法學雜誌，83 期，頁 77（2002 年）；劉連煜，現代公司法，增訂 13 版，頁 543（2018 年）。

⁸⁵ 本文認為，董事會專屬權限之存在與否與範圍本即反映「董事會優位主義強行化」之程度。若承認，代表立法強行將權限劃分於董事會；若不承認，縱然實際層面上仍由董事會掌權，理論上仍有章程自由分配之空間，此時企業採行董事會優位主義係自然形成，並非法律強制使然。

⁸⁶ 參照：曾宛如，「讓與全部或主要部分營業或財產」之探討——兼論董事會與股東會權限劃分之議題，臺大法學論叢，35 卷 1 期，頁 294-296（2006 年）。

⁸⁷ 參照：曾宛如，公司參加代位訴訟與表決權迴避行使之適用：兼論股東會與董事會權限劃分——最高法院一○三年度台上字第二七一九號民事判決與臺灣高等法院高雄分院一○二年度抗字第二三七號民事裁定之評析，月旦裁判時報，39 期，頁 30（2015 年）。

⁸⁸ See John C. Coffee, Jr. & Darius Palia, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, 41 J. CORP. L. 545, 553-571 (2016).

⁸⁹ See generally Robert C. Pozen, *Institutional Investors: The Reluctant Activists*, 72 HARV. BUS. REV. 140 (1994).

⁹⁰ 根據全球最大委託書徵求與公司治理顧問公司 Georgeson 於 2023 年發布之報告，美國證券市場總市值最大之 3000 家上市公司之股東提案數量從 2021 年之 837 件逐年攀升至 2023 年之 947 件，實際進行表決者亦呈現相同趨勢。See GEORGESON SHAREHOLDER, A LOOK BACK AT THE 2023 PROXY SEASON 4-5 (2023), https://content-assets.computershare.com/eh96rkuu9740/5WbdEzA5AY7N/JXLdLfdnZn/af1bcef40cc86fd046636eb6e6abedd9/wrap_up_2023_ppt_dec_11.pdf.

⁹¹ 然而，有關治理事務之股東提案平均支持度自 2022 年之 37% 降至 28%；得到過半支持之提案數量自 18% 降至 9%。See id. at 13. 惟此或許出於機構投資人表決策略之轉向、提案內容與公司核心業務較無關聯、公司逐漸回應股東之訴求與改善其資訊揭露等因素相關，對於股東行動主義之趨勢似乎並無關聯。See THE CONFERENCE BOARD, 2023 PROXY SEASON REVIEW 5 (2023), <https://>

長幅度表明：現行上市櫃公司之股東早已擺脫過往的「冷漠」印象，股東行動主義正在席捲美國之企業界⁹²。甚至，散戶股東參與公司事務之意願亦有相當改善，此從近年來股東提案之支持度顯著提升得以推知，蓋通常之「提案者」——機構投資人持股仍屬有限，此意味著散戶股東已逐漸願意積極行使表決權⁹³。總結而言，得利於機構投資人、股權研究代理機構之專業資訊與引領力⁹⁴，股東會得以某程度克服其功能劣勢。回到我國，股東會之功能劣勢是得否透過機構投資人之影響力予以減緩？誠然，英國得以採取相對有利於股東發揮影響力之制度，某程度立基於渠等上市公司多為「半分散式之股權結構」(semi-dispersed)——最大股東持有表決權通常不到 1%，惟機構投資人足以透過合作等行動對被投資公司發揮強大影響力⁹⁵。我國機構投資人之影響力相比英國當然頗有不如⁹⁶，惟依主管機關與證交所近年來所發布的治理改革藍圖，係朝向「落實股東行動主義」以提升公司治理品質之路徑，包含鼓勵股東積極行使權利、完善股東所需資訊之揭露機制及強化機構投資人對於公司治理之影響力⁹⁷；且依據證交所公布之統計資料，金融機構與證券投資信託基金持股比率的穩定上升，應可想見此等有利於股東行動主義之趨勢足以一定程度上彌補股東會固有之劣勢。

[/www.conference-board.org/pdfdownload.cfm?masterProductID=49228](http://www.conference-board.org/pdfdownload.cfm?masterProductID=49228).

⁹² See Lisa M. Fairfax, *From Apathy to Activism: The Emergence, Impact, and Future of Shareholder Activism as the New Corporate Governance Norm*, 99 B.U. L. REV. 1301, 1318-1322 (2019).

⁹³ See id. at 1324-1326.

⁹⁴ 參照：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，2 卷 1 期，頁 396-403 (2020 年)。

⁹⁵ Paul L. Davies, *Shareholders in the United Kingdom*, in RESEARCH HANDBOOK ON SHAREHOLDER POWER, 355, 357-38 (Jennifer G. Hill & Randall S. Thomas eds., 2015).

⁹⁶ 此不僅源於兩國之間機構投資人之影響力本有落差，「散戶投資人」之資本占比亦是主因之一。依據英國官方資料所示，其機構投資人之總持股比例比起 10 年前至上世紀下半葉雖有顯著下降，惟其「散戶投資人」之持股比例持續維持在 10%左右；相較而言，我國證交所 2023 年之上市公司資本來源統計表顯示我國散戶投資人之資本占比仍高達 38%。參照：臺灣證券交易所，【歷年上市公司資本來源統計表】年報, <https://www.twse.com.tw/pcversion/zh/statistics/statisticsList?type=07&subType=256>。

⁹⁷ 金融監督管理委員會，新版公司治理藍圖(2018~2020)，頁 21-26(2018 年), [https://www.fsc.gov.tw/fckdowndoc?file=/新版公司治理藍圖\(2018~2020\)20180328\(2\).pdf&flag=doc](https://www.fsc.gov.tw/fckdowndoc?file=/新版公司治理藍圖(2018~2020)20180328(2).pdf&flag=doc)。另請參閱本章第四節第三項：股東會功能之強化。



第三款 股東利益分歧與投機主義——兼論股東行動主義

此批判以大型公司中股東利益分歧之現象切入，質疑股東主動權未必能增加整體股東價值，反而可能淪為投機主義之利器——特定股東將利用此權力謀取私益、罔顧全體股東福祉，導致股東主動權之美意化為泡影。與此同時，與股東利益分歧具相當關聯之「股東行動主義」與「短期主義」亦難以忽視。申言之，諸多文獻擔憂股東權之強化將促使公司營運方針大幅偏向「股價抬升」，蓋較具有影響力之行動股東——例如機構投資人，傾向於「短期之績效最大化」，此引發了機構投資人股東與「全體股東」、乃至「公司」利益存在衝突之代理問題。此種極為「市場導向」之經營策略在金融危機時成為許多金融公司倒閉之始作俑者，蓋其一味的追求「短期利益」，因而忽視了具有不確定性之長期風險；相對而言，具有專業視角之董事會能夠更宏觀且全面的評估風險與利益，適度的犧牲「短期利益」，以追求公司之「長遠價值」⁹⁸。

就股東利益分歧與投機主義而言，學說上有以多數決原理質疑反對論者之主張，其認為以「股東利益分歧」或是「投機主義」作為反對股東主動權之論點與多數決原理有所扞格，針對面臨相同困境之董事會結構亦難以自圓其說⁹⁹。按股東會決議多數決之理念本即以「多數股東」之意見趨勢作為依歸，「少數股東」之意見在此機制下某程度被犧牲正是此機制之核心理念。回到股東主動權之問題，反對論者強調強化股東權將會提升特定股東謀取私益之誘因，繼而使公司之營運偏離股東財富最大化之路徑，惟此現象本即資本多數決之運作機制，其所憂慮者為「資本多數決」之隱憂，洵非「股東主動權」之弊害。簡言之，多數決原理確實給予吾人一個有力的思考路徑。

⁹⁸ See William W. Bratton & Michael L. Wachter, *The Case Against Shareholder Empowerment*, 158 U.P.A. L. REV. 653, 657-659, 726-727 (2010).

⁹⁹ 曾宛如（註 79），頁 138。

然而，若從「垂直代理成本」與「水平代理成本」之衡量以觀¹⁰⁰，問題未止於此。質言之，以「多數股東利益」與「整體股東價值」作為出發點實質上立基於多數股東與少數股東間之「水平代理成本」，蓋多數股東可能以自身利益為依歸主導公司經營，進而剝奪少數股東之利益。準此，股東利益分歧與投機主義之觀點擔憂者乃是多數股東與少數股東間之利益衝突。

對此「水平代理成本」之質疑，似乎得以上開「多數決機制」之論點予以回應，惟細究後並非如此簡單。按多數股東藉由控制董事會經營公司、或是以其控制力職司監督權能之際¹⁰¹，必然有控制者私利之可能¹⁰²。公司法制之所以仍然容許此等控制者私利之存在，即係著眼於其所衍生之效益——「垂直代理成本」之消除，可能優於其所誘發之「水平代理成本」¹⁰³。由此可知，若多數股東藉由股東主動權制度謀取私益所引發之「水平代理成本」超越了利用此制度所消弭之「垂直代理成本」，股東主動權就是一項不具正當性的政策。當然，欲精準地衡量兩者優劣並非易事，惟若將股東主動權之應用推演至極致，多數股東在得以介入大量業務經營下，天秤將有高度可能傾斜至前者。相對而言，由董事會掌權至少還受到明確的受任人義務規制、必須依循「整體股東價值最大化」之目的經營公司，故其即使受到多數股東之控制，亦較難有過度攫取控制者私利之問題；再者，董事會之專業性亦使其更能調和全體股東——而非多數或特定股東之利益。

上開擔憂在我國法下似乎更顯迫切。其一，我國法並未課予股東受任人義務¹⁰⁴，故若多數股東得以透過股東主動權廣泛的介入公司經營，並不受到任何義務

¹⁰⁰ 垂直代理成本表彰的是「本人」與「代理人」間之代理成本，發生緣由乃出於代理人與本人之利益並不一致，故代理人有誘因犧牲本人的利益謀求個人私益、或是對本人事務的處理產生懈怠；水平代理成本則指涉「控制股東」與「少數股東」間之代理成本，發生緣由乃控制股東與少數股東間之利益衝突，致使控制股東有誘因挾其控制力犧牲少數股東之利益，以追求個人私益。

¹⁰¹ 該論點之正當性植基於以下論述：股東會之監督實質上就是多數股東之監督，蓋其不僅最有誘因抑制經營階層之濫權行為，亦由於股東會決議採多數決機制，使得股東會監督董事會基本上就是多數股東在監督董事會。

¹⁰² 關於控制者私利之詳細介紹，參照：王文宇（註 29），頁 12-13。

¹⁰³ Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U. PA. L. REV. 785, 803-804 (2003).

¹⁰⁴ 此攸關影子董事、股東利害關係迴避等規範是否足以建構「控制股東之受任人義務」。有論者

或指導方針所規制，大幅增加其蔑視整體股東價值之可能性，亦使我国法下之股東主動權主張更具有挑戰性。

其二，股東主動權之主張似乎與我國實務採取之「強制累積投票制」有所扞格。姑且不論「強制累積投票制」存在之正當性¹⁰⁵，我國現行實定法與實務見解均相當重視此項立法政策。強制累積投票制之立法目的乃保障小股東，確保其得透過集中選舉權取得董事會席次，避免大股東挾其表決權優勢「贏者全拿」。由累積投票制之運作方式以觀，其似乎意在使少數股東在董事席次上取得與其表決權比例不相稱之控制力¹⁰⁶。然而，股東主動權可能使部份業務決策事項自董事會轉移至股東會，使少數股東透過強制累積投票制所強化之控制力因而被削弱，蓋僅有在董事會經營時，累積投票制賦予少數股東之影響力始得凸顯出來。反之，於股東會決議上，少數股東仍係本於其表決權比例行使表決權。準此，股東主動權在強化股東權之際，亦可能削弱少數股東基於累積投票制所強化之影響力，此似乎與我國採取強制累積投票制之初衷有所違背。

其三，我國上市公司之股權結構偏向「少數控制股東之結構」，此種股權背景可能助長「控制者私利」之弊。按少數控制股東結構可能源自於「交叉持股」、「金字塔型結構」、「雙層股權結構」，控制股東因此取得與股權不對稱之表決權

分析我國對於控制股東監管措施者，並於文中指出我國法對於遏止控制股東之規範皆存在一定漏洞。參照：吳啟維，股東控制權對於董事會運作之影響，臺灣大學法律學研究所碩士論文，頁73-80（2022年）。

¹⁰⁵ 參照：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（上），政大法學評論，88期，頁127-148（2005年）；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（下），政大法學評論，89期，頁109-135（2006年）；蔡昌憲，企業自治之逆流？——擺盪於強行規定與任意規定間之累積投票制，月旦財經法雜誌，8期，頁43-57（2007年）；曾宛如，公司治理法制之改造，月旦法學雜誌，268期，頁19-20（2017年）。

¹⁰⁶ 惟部分公司民主之論者似乎並不同意此論點，蓋其認為累積投票制乃使董事會結構如實的呈現股東持有表決權之比例，故而其控制力與表決權比例仍屬一致，反而全額連記法因採資本多數決而使少數股東未能取得其應有之席次，似乎違反股東平等原則。參照：江沛其，論強制累積投票制之迷思，臺灣大學法律學研究所碩士論文，頁34-35，94-96（2018年）。惟本文認為：股東會決議乃以資本多數決為原則，董事選舉原則上亦應如此，而董事選舉以資本多數決呈現厥為「全額連記法」，即類似於各董事席次皆獨立選舉，分別以表決權多寡決定當選與否，此似乎才是表決權與控制力相稱之典範。反之，強制累積投票制乃立法者本於少數股東之保護而例外強行化之選舉模式，其投票機制亦難謂資本多數決之呈現。

影響力，繼而以少數持股即得掌控公司之經營。此種「股權與控制權悖離」之現象可能衍生更嚴重之代理問題，蓋少數控制股東投入之股本較少，故其更有誘因以「犧牲公司與全體股東之利益」為代價而謀取私益¹⁰⁷。實證研究長久以來均表明，我國上市櫃公司之最大股東透過交叉持股與金字塔結構強化控制權之情形頗為普遍、投票權與現金流量權之偏離程度嚴重，導致我國少數控制股東結構相當常見¹⁰⁸。準此，若我國肯認股東主動權之主張，少數股東控制結構所形成之水平代理成本可能更加難以抑制。

綜上所述，「股東利益分歧」與「投機主義」之批判視角確有見地，且出於我國法關於控制股東義務之空白、強制累積投票制之堅持、少數控制股東之結構，股東主動權之潛在風險頗有加劇之可能。惟此是否說明我國法制不應採取此種路徑？本文認為仍有待商榷。

其一，法律制度不可能盡善盡美，若在成本效益分析下，制度促成之經濟效益大於其所滋生之弊害，仍有存在之正當性。以上文所述「水平代理成本」與「垂直代理成本」之衡量為例，縱使理論上股東可能大量介入經營而使減損之價值超越其衍生之效益，惟於大型公司之實務運作上，股東頻繁涉足經營事務絕非常見，似無堅強理由認為股東投機行為所造成之威脅會大於、甚至持平於董事之濫權行為¹⁰⁹。當然，此亦涉及我國政策之價值選擇，在衡量股東主動權之「利」與「弊」時，何者更具迫切性？在「興利」與「除弊」之間又應如何取捨？此均有待立法者與實務見解進一步闡釋。

其二，從遏止「控制者私利」之角度反對股東主動權之主張似乎相當奇怪，畢竟控制者私利之盛衰係源自於「股權結構」與「法制約束」（例如關係人交易規範、大股東資訊揭露），「權限歸屬」至多扮演一個加劇此問題之角色爾。是以，

¹⁰⁷ 王文字（註 30），頁 12-13。

¹⁰⁸ 王文字，同前註，頁 15-16；吳啟維，（註 104），頁 53-59。

¹⁰⁹ D. Gordon Smith, Matthew Wright & Marcus Kai Hintze, *Private Ordering with Shareholder Bylaws*, 80 FORDHAM L. REV. 125, 139 (2011).

既然是股權結構與有關控制股東之法制「根本性」地形成了控制者私利的問題，重點應在於「釜底抽薪」——重新省思形塑我國股權結構之成因、改革我國有關控制股東濫權行為之約束規範，而非尋一個可能助長弊病的替罪羔羊開刀。準此，以「董事會專屬權限」作為防免控制股東濫權之途徑僅能發揮「間接效益」，賦予股東會干預業務決策之權卻能「直接性」地抑制垂直代理成本，其間之利益取捨似乎不言而喻。

最後，採取董事會中心之政策是否即足以遏止控制股東之濫權行為亦非無疑。承上所述，我國上市櫃公司之控制股東持股比例雖不高，惟實證研究表明渠等對於董事席次之控制力仍居高不下，且在友好集團支持及現行法難以確保獨立董事實質獨立性之下，控制股東幾可完全掌控董事會¹¹⁰。如此一來，縱採董事會中心似亦無以阻遏控制股東剝奪少數股東之利益，蓋其大可透過對於董事會之高度控制力攫取控制者私利，亦無需迂迴地將權限收歸至股東會，再循表決權優勢謀取己利。論者或謂：董事會至少受到明確之受任人義務規制，若其決策罔顧股東或公司整體利益將受到事後訴追。惟觀諸我國公司法有關董事之訴追機制，可知在控制股東對於董事會具有高度控制力之公司，董事實際上甚難受到訴追。舉例而言，公司法第 212 條規定公司對董事起訴須經股東會決議通過，試問在控制股東具有高度影響力下，若欲通過追訴董事之提案何其不易？再如我國股東直接訴權尚處於發展階段、間接訴權復對少數股東頗為不利之法制背景下¹¹¹，渠等多半缺乏追訴董事不法行為之誘因，更使透過「受任人義務」規制董事淪為空想。循此，基於我國股權結構與訴追法制現狀，將權限置於何機關均無太大意義，以「董事會中心」作為遏止控制股東不法行為之解方亦欠缺正當性。

次之，就強化股東權所助長之「股東行動主義」而言，其對於公司治理之影

¹¹⁰ 吳啟維（註 104），頁 59-61。

¹¹¹ 參照：曾宛如，少數股東之保護與公司法第二三條第二項——兼評台南高分院八十七年度重上更一字第二二號判決及九十六年度台上字第一八六號判決，月旦法學雜誌，159 期，頁 270-273（2008 年）。

響本就莫衷一是，於我國可能滋生之弊害亦有待實證研究進一步闡明。首先，「股東行動主義」¹¹²存在正反意見，肯定見解著眼於「制衡經營階層」與「改善經營績效」等目的，主張行動股東之影響力將確保經營階層責任之訴追與不法行為之遏止，並得促進經營效率之提升與股價抬升¹¹³；否定見解則質疑行動股東普遍短視近利且偏好具有危險性之「短期利益」，其經營策略雖可使股價暫時性抬升，卻可能不利於公司之長期、整體利益，蓋若公司本身並未有如此價值，則短期性的溢價並非真正的營運效率提升，反而會侵蝕公司的真實價值¹¹⁴。「股東行動主義」既非僅有無價值的一面，以之作為反對股東權強化之理由顯得正當性不足，蓋其未能證實股東干預所形成之「成本」必然高於「效益」¹¹⁵。

再者，我國「股東行動主義」衍生之「效益」是否低於「效率減損」？此涉及我國股東行動主義之實踐情形。國內實證研究指出：我國股東行動主義之發動主體以法人投資人為主，國際案件則主要係避險基金。相對於後者之投資策略以短期獲利為主，且有過度追求股東短期利益乃至其他利害關係人利益的顧慮，我國法人投資人之投資週期較不限定於短期投資，故短期主義之顧慮可能較小；惟由於渠等除參與公司經營除了純粹財務性投資外，往往亦有促成事業合作以壯大

¹¹² 須注意者，本文所述之「股東主動權」為一種之權限劃分法制，乃英國法之核心精神與 Bebchuk 教授所提倡的制度，與學說上之「股東行動主義」並非同一概念。股東行動主義之內涵厥為：股東以本身的實力，給予對其投資的公司施以影響力或壓力，積極的參與公司事務與推動經營策略。而股東參與公司經營的手段諸如提出特定財務性訴求，例如股利發放；或是其他非財務性訴求，如改變董監結構等。參照：陳彥良、邱佳慶，由公司治理與股東行動主義面向論公司法第 173 條之 1 相關要件之適用，財金法學研究，2 卷 1 期，頁 41 (2019 年)。「股東主動權」探討的雖僅是「修改章程」、「股東提案」等較狹隘之範疇，然其存在之正當性亦與「股東行動主義」之正反論辯息息相關，蓋股東透過修改章程、股東提案等手段介入公司經營也是一種「積極的參與公司事務」。

¹¹³ See Lucian Arye Bebchuk, *The Myth That Insulating Boards Serves Long Term Value*, 113 COLUM. L. REV. 1637, 1643 (2013); Bernard S. Sharfman, *A Theory of Shareholder Activism and Its Place in Corporate Law*, 82 TENN. L. REV. 791, 804-809 (2015).

¹¹⁴ See Coffee & Palia, *supra* note 88, at 551; Bratton & Wachter, *supra* note 98, at 658-659, 726-727; Leo E. Strine, Jr., *The Dangers of Denial: The Need for a Clear-Eyed Understanding of the Power and Accountability Structure Established by the Delaware General Corporation Law*, 50 WAKE FOREST L. REV. 761, 787-792 (2015).

¹¹⁵ 此外，「勞工避險基金」與「工會」是否真如反對論者所述如此的「自利」？股東行動主義是否確實招致「短期主義」之危險？董事會中心是否真能創造「長遠價值」？似乎均不甚明確，文獻上有指出此些論點缺乏實證資料佐證。See Brett H. McDonnell, *Setting Optimal Rules for Shareholder Proxy Access*, 43 ARIZ. ST. L.J. 67, 81 (2011); Bechuk, *supra* note 113, at 1642-1643, 1658-1676.

己身事業的目的在內，故有引發關係人交易、利用公司機會、競業禁止等利益衝突之可能¹¹⁶。上開研究至少說明我國行動股東之態樣及利益取向與國際有所出入，甚難援引國外文獻佐證我國股東行動主義之效益，尚待我國之實證研究解構我國行動股東減損公司價值之程度。

此外，我國行動股東之「影響力」是否一如反對論者所述之嚴重？此與我國法制背景息息相關。其一，我國證券法規雖未過度杯葛行動股東發揮影響力——我國控制股東防禦力較為有限、強制累積投票制、對市場派股東較為有利之委託書徵求制度與相對偏高之持股申報門檻；惟亦存在不利於股東行動主義之態勢——仍以散戶股東為主之資本結構使股權研究代理機構之影響力較為有限、股東會實務上公司派為抵制市場派所引發之種種亂象，均可能減損行動股東參與公司事務之意願¹¹⁷。種種法制、資本結構等因素均牽涉行動股東之影響力，惟目前我國仍未如國際上有諸多案例足資參酌，有待日後相關發展始得正確評價。其二，我國是否如同美國存在「勒索董事會」（Board Blackmail）之可能亦有待探析。所謂「勒索董事會」指涉股東積極介入公司事務之壓力迫使董事屈從於特定股東之利益，即使此並不符合整體股東與公司之利益¹¹⁸。此議題在美國法上固有正反意見¹¹⁹，於我國則缺乏實證研究。本文認為，基於董事責任之追究法制差異，我國行動股東之影響力可能未如美國行動股東。申言之，美國法得利於其成熟之受任人義務法制與案例法，行動股東頗可能透過訴追機制對經營階層形成壓力，迫使其傾聽或遵從其利益取向；惟我國之責任訴追機制不若美國法一般，通常身兼經營階層之大股東亦缺乏啟動訴追機制之誘因，導致我國行動股東透過勒索行為壓迫經營階層之可能性相對較低。

綜上所述，股東利益分歧與投機主義之風險確實存在，與其頗為相關之股東行動主義與短期主義疑慮亦值深思，惟不應單純以此否定股東主動權之治理模式，

¹¹⁶ 楊岳平（註 94），頁 407-414。

¹¹⁷ 楊岳平，同前註，頁 416-419。

¹¹⁸ Fairfax, *supra* note 92, at 1333-1334.

¹¹⁹ See *id.* at 1334; Bebchuk, *supra* note 47, at 885; Bainbridge, *supra* note 53, at 1755-1756.

而係作為一項此法制是否應引進、引進後又應如何形塑之衡量標準。



第四款 股東主動權治理模式之絕跡與辯證

第五種批判係觀察到股東主動權之治理模式在美國可謂門可羅雀，故主張此現象乃是市場汰除機制下之結果：股東主動權無法創造股東及公司之最大價值，反而董事會優位主義之蓬勃發展足以證實採擇此一決策模式之企業始能在競爭下存活。

此論點容有疑義之處。其一，董事會優位主義壟斷美國公司治理市場未必全然是市場競爭下之結果，法制導向亦形塑了此等極端現象¹²⁰。依循美國法一貫之態度，「股東主動權」之治理模式不是無效，就是效力不確定。儘管美國法普遍允許公司章程排除州法規定，以量身打造最適合其特色之治理機制，惟此等「開明態度」並未適用於權限分配議題¹²¹，本文於第四章美國法一節中提及之諸多實務見解與法界輿論均闡釋了此一傾向。舉例而言，*Fleming* 案中法院雖作出了有利於股東之解釋，惟學界多不認為此將對德拉瓦州獨尊董事會之立場帶來任何影響¹²²，律師實務界亦傾向於否定此等條款之效力¹²³；*AFSCME* 案為股東賦權帶來一絲曙光，蓋其承認在「程序」或「治理」事項上，股東有干預公司事務之空間。惟此判斷標準並未透過後續實務見解予以具體化，其過於抽象之特質導致此等條款效力極不明確，亦減損了股東行使權力之誘因與信心；SEC 對涉及日常業務事項之股東提案審查雖納入了「重大性」、「超越性」等標準，適度鬆綁了極度緊縮之政策，惟 SEC 之見解並不拘束法院，若後續爭議進入訴訟，股東仍居於極端劣勢；再如模範商業公司法與德拉瓦州公司法關於股東協議約定經營權之規範，

¹²⁰ See Smith, Wright & Hintze, *supra* note 109, at 125, 128.

¹²¹ Bebchuk, *supra* note 47, at 888.

¹²² 胡浩叡，股份有限公司內部機關之研究——以權限分配與公司治理為中心，臺灣大學法律學研究所碩士論文，頁 98-99 (2002 年)。

¹²³ 邵慶平（註 3），頁 161。

後者將適用範圍限於法定閉鎖性公司，前者雖未限定特定公司始得為之，惟仍有全體股東同意之要件，間接表明其終究主要服務於閉鎖性質公司，法制對於公開發行公司應採行董事會優位主義之堅持顯而易見。綜觀上開實例，均得一窺美國法有意弱化股東會權限之傾向，縱使偶爾態度放寬，復因標準過於模糊、效力不明確等因素使股東行使權利時受到諸多阻礙。由此可知，股東主動權治理模式難見於美國公司並非純然因股權分散所致，而與美國法之法制導向息息相關，若認為「獨尊董事會」與「股東主動權」係在市場競爭下分出勝負的，顯然忽略了人為外部干預——法規之作用。此外，股東主動權絕跡於公司治理市場上亦可能出於「網路外部性」(Network Externalities) 之作用¹²⁴。申言之，公司傾向於提供投資大眾更熟稔之治理模式，蓋此意味著將有發展成熟之實務先例為其背書。反面言之，公司較無誘因採用非常規或與其他公司截然不同的治理模式，蓋其法律效力存疑，因此具有較高之風險¹²⁵。

次之，Bainbridge 教授以「州法競爭」作為基礎否認股東主動權將提升公司價值之基礎，其論證前提在美國尚未成為定見。誠然，董事會優位主義在美國州法競爭下獲得了壓倒性之勝利，惟這是否是一種表彰適者生存的「向上提升」(Race to the top)？抑或是一種隱含著惡性競爭之「向下沉淪」(Race to the bottom)？此於美國公司法學界掀起極大論辯。採取「向上提升」之論點為：相互競爭之州法有較大之誘因採用能同時發揮管制效能且合於成本效益分析的管制手段。此乃由於企業不會選擇一個法遵成本較大的法域，除非其附帶的效益大於或至少相當於法遵成本¹²⁶。換言之，本於企業家將在各州公司法中選擇能創造公司最大價值者，各州法將會傾向採用能使股東財富最大化之規範模式，形成一種有助於價值增加之競逐，以免公司不願在本州註冊登記或是改至其他州註冊登

¹²⁴ 關於網路外部性之介紹，參照：邵慶平，規範競爭理論與公司證券法制的建構：兼論對台灣法制的可能啟示，臺灣大學法學論叢，38 卷 1 期，頁 29-30 (2009 年)。

¹²⁵ Bebchuk, *supra* note 47, at 890.

¹²⁶ Roberta Romano, *Is Regulatory Competition a Problem or Irrelevant for Corporate Governance?* 21 OXF REV. ECON. POL'Y 212, 215-16 (2005).



記¹²⁷；採取「向下沉淪」之論點為：州法之競爭促使各州採用有利於經營階層或控制股東之法規，從而損害股東之權利¹²⁸。此乃由於經營階層有誘因選擇對其最有利、但未必能促成股東價值最大化之州法，且股東會對於選擇準據法之被動決定權亦難以有效防止公司選擇較無效率之準據法，蓋其可能受到集體行為困境、資訊不對稱與經營階層之刻意操弄所苦，經營階層因而實質上掌控準據法之擇定。種種原因促使州法亦有誘因提供有利於經營階層、但不符合股東最大價值之法規，使州法競爭淪為一種「向下沉淪」¹²⁹。「向上提升」之論點為美國學界之主流學說，亦獲得實證研究背書¹³⁰，惟「向下沉淪」之論點亦得到不少權威學者的支持。本文在此無意評析各方觀點，僅是援引此論辯提出質疑：董事會優位主義之蓬勃發展未必意味著「股東主動權」之無價值，許多因素都係其居於壟斷地位之潛在推手¹³¹。

最後，從多元比較法之觀點出發，以美國法之現象作為推論股東主動權不具有實效顯得較為薄弱，蓋各國法制均有其特殊之國情、歷史經驗、慣例與價值型態，故無法發展出一種放諸四海皆準之法制模式¹³²；亦有學者援引實證研究指出在美國以外之諸多區域，股東權之強化受到高度重視¹³³。此皆給予我國誠命，即美國法下董事會優位主義之成功未必能在我國取得相同之實效。

¹²⁷ See Ralph K. Winter, Jr., *State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation*, 6 J. LEGAL STUD. 251, 251-252 (1977); Daniel R. Fischel, *The "Race to the Bottom" Revisited: Reflections on Recent Developments in Delaware's Corporation Law*, 76 NW. U. L. REV. 913, 919-920 (1982).

¹²⁸ See William L. Cary, *Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware*, 83 YALE L.J., 663, 665-672 (1974).

¹²⁹ See Lucian Arye Bebchuk, *Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law*, 105 HARV. L. REV. 1435, 1458-1475 (1992).

¹³⁰ 蔡昌憲，法域競爭之運作內涵——從公司設立登記地競爭到美國沙賓法引發之跨國上市競爭，臺北大學法學論叢，75期，頁125（2010年）。

¹³¹ 觀諸美國學者之文獻，諸如司法因素、政治因素、利益團體之倡議皆為影響規範競爭之重要因素，自可想見董事會優位主義的勝利亦非簡單的「市場競爭」就能完整說明。關於美國規範競爭之重要因素，參照：邵慶平（註124），頁22-30。

¹³² Bainbridge, *supra* note 53, at 1744, note 51.

¹³³ See generally Jennifer G. Hill, *Subverting Shareholder Rights: Lessons from News Corp.'s Migration to Delaware*, 63 VAND. L. REV. 1 (2010).



第五款 股東主動權之迷思——兼論「董事會隔離」之消弭

觀諸國內外眾多文獻，渠等對於董事會專屬權限之堅持某程度均出自於「股東主動權」、「股東賦權」將導致「決策權限」之移轉至股東會，從而引發劇烈之功能性疑慮與少數股東、利害關係人之保障問題。

誠然，在諸多情形下，由股東職司一個完整的決策過程勢必陷入緩不濟急、專業性低落等困境，惟上開反對意見似乎誤解了「股東主動權」與「破除董事會專屬權限」之意涵。若以股東干預之程度繪成一個光譜，「董事會隔離」(Board Insulation) 與「決策權限的移轉」將分別居於光譜之兩端。前者意味著董事會行使權限時不得被干預，亦呼應了「董事會專屬權限」的概念；後者指涉股東干預已然致使董事會失去決策權限。「破除董事會專屬權限」之意涵僅在於董事會「隔離於股東干預」之地位遭到消弭，並不代表權限即因此移轉於股東會。企業或股東果若重視功能優勢，大可在兩個端點之間游移，形成一種決策權限未移轉、惟具備一定監控功能的之干預。舉例而言，章程得規定董事會行使某一權限之際，應遵循一定程序或受到若干限制¹³⁴；章程亦得規定，董事行使某一權限後，應交付於股東會表決，作為一種類似 Say on Pay 之意向表達機制或監控管道¹³⁵。此等介於「權限移轉」與「董事會隔離」之間的監控管道，始為破除董事會專屬權限之最大功能——企業得依據自身需求，設計更多元之監控機制。

此外，「股東主動權」、「董事會隔離之消弭」亦未必產生「實際」的股東干預。一如 Bebchuk 教授所述，股東主動權之實益並非完全體現在股東之「實際干預」，其存在本身即得有效嚇阻經營者之濫權行為，蓋渠等若欲避免股東「直接性」地以股東主動權干預、或是在下次董事選舉時失去選票，必然更願意傾聽股東之意向、或更積極促成對股東價值最有助益之決策，股東不必實際干預亦能監

¹³⁴ 參照第六項第二款：經理人之任免與報酬。

¹³⁵ 參照第五項第二款：董事報酬之決定。

督經營者之「間接效益」由是而生¹³⁶。此觀點足以回應反對論者針對「股東意願低落」、「股東主動權治理模式效益有限」等質疑。申言之，於股權分散之大型公司中，股東欲集結多數表決權修改章程或介入公司經營事務當非易事、惟此等隱形的監督手段將課以經營階層一種無形的壓力，從而間接性地抑制代理成本。準此，誠如論者所述，股東會權限之強化非意味著其需就董事會一切的決議進行實質審查與監督，而係賦予股東會適時介入的「尚方寶劍」，用以應對若干董事會不受控制的極端情形¹³⁷。

第六款 總結——英國法路徑與我國之兼容性

總結而言，上開針對股東主動權之五項批判頗有見地，惟皆存在一定缺陷或疑義，導致其不足以作為反對股東主動權之堅強論據。在提出本文見解前，須再度強調：美國法之股東主動權論辯雖在探討是否應賦予股東「修改章程」或「基本事項變更」之主動提案權，惟其討論內容實際上亦與「法制是否應強行採取董事會優位主義」息息相關，故亦得作為董事會專屬權限建構之正反意見。我國法制既已賦予股東主動「修訂章程」之權限，應較類似英國法，惟並不代表在「董事會專屬權限」上不能採擇美國法獨尊董事會之政策。準此，採取何種路徑仍極大程度影響我國公司內部之權限劃分，若廣泛承認董事會專屬權限，即使股東會得主動修改章程，最終決策配置仍傾向於美國法。

本文認為於董事會專屬權限之建構上，至少不應採取美國法如此極端之路徑，不僅由於身為「法制異數」之美國法欠缺強而有力的論理支持，且賦予公司在權限劃分上之自治空間亦有助於抑制垂直代理成本、因應不同商業環境而調整企業經營架構等優勢。惟排除美國法之路徑後，是否應邁向更加自由之另一端——英國法，抑或是堅守我國實務與瑞士法之立場，仍頗有探討之餘地。

¹³⁶ Bebchuk, *supra* note 47, at 878.

¹³⁷ 邵慶平（註3），頁176-177。

若採取英國法路徑勢必受到不少挑戰。除本文於第四款中論及之股東利益分歧、投機主義等疑慮於我國法制下確有加劇可能，我國近年來亦全面引進獨立董事制度¹³⁸，加諸公司控制權市場等外部監理機制，似無必要以「否認董事會專屬權限」來控制代理成本。此外，若欲採擇英國法路徑與無董事會專屬權限之政策，在我國必面臨極重大且本質性的一項質疑——在我國上市櫃公司之股權結構趨向集中之際，果有引進此制降低垂直代理成本之必要嗎？申言之，根據台灣經濟新報（Taiwan Economic Journal，下稱 TEJ）截至 2024 年 2 月之資料顯示，我國上市櫃公司之最大股東之「控制持股」平均達到 34%左右¹³⁹，一般董事席次之控制比例亦達到 65%左右，最大股東控制持股高於 25%者更佔所有上市櫃公司之 63%。凡此種種說明，我國若採取英國法路徑似乎並無太大意義，蓋於我國普遍存在控制股東、且控制力較強之股權背景下，代理成本主要係發生在控制股東與少數股東間之水平代理成本，且理論上控制股東本得透過其對董事之高度控制力抑制垂直代理成本，實無訴諸英國法路徑之必要。

誠然，此觀點勢必需要被嚴肅看待，蓋此既牽涉「政策改革」，規範目的——抑制垂直代理成本、與手段——引進英國法路徑，均需具有正當性且彼此存在關聯性。本文認為，我國特有之「少數控制股東結構」或使我國在集中股權結構下仍有抑制垂直代理成本之實益。申言之，由於少數控制股東結構之特徵乃公司控制權置於僅持有少數股權之股東手中，故其同時具備「集中股權結構」與「分散股權結構」之代理問題¹⁴⁰。由於此種結構亦存在相當垂直代理成本，且經營階層

¹³⁸ 金管證發字第 1070345233 號函：「一、依據證券交易法第十四條之二規定，已依本法發行股票之金融控股公司、銀行、票券金融公司、保險公司、證券投資信託事業、綜合證券商、上市（櫃）期貨商及非屬金融業之上市（櫃）公司，應於章程規定設置獨立董事；非屬金融業之興櫃公司，應自中華民國一百零九年一月一日起於章程規定設置獨立董事。前開應設置獨立董事者，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。」

¹³⁹ 此係參考學者 La Porta 之論著，以控制鏈「最末端」持股率所計算之股份控制權（投票權）；也就是「最終控制者」所能控制之持股率（不含友好集團持股）。參照：TEJ 資訊系統，<https://www.tej.com.tw/tejdoc/db-document/tw/wcsr34a.html>。

¹⁴⁰ 由於少數控制股東結構使控制者得以隔絕於公司控制權市場與其他股東之挑戰，此部分類似於「集中股權結構」；惟其亦呈現公司控制權落入僅持有少數股權之股東手中之現象，此特徵又與「分散股權結構」具有共通性。循此，少數控制股東結構在單一股權結構下可能同時反映出不同股權結構下所衍生之問題。See Lucian Arye Bebchuk, Reinier Kraakman & George G. Triantis,

背叛之可能性更甚於過半數控制之樣態¹⁴¹，故仍有引進英國法政策之正當性。根據 TEJ 之資料，我國上市櫃公司中最大股東控制持股高於 50% 之企業約佔 23%，由於渠等控制股東之控制力極強，英國法路徑之實益確實極為有限；惟有高達 40% 之上市櫃公司之最大股東控制持股介於 25% 至 50%，亦有 37% 之控制持股低於 25%，於此等「少數控制」或「經營階層控制」之企業中¹⁴²，英國法路徑在理論上均能發揮一定效益。或有質疑：縱於少數控制股東結構中仍有抑制垂直代理成本之實益，惟其畢竟存在「控制股東」，渠等仍掌控股東會之議案，故欲透過此制抑制垂直代理成本似乎有些不切實際。然而，少數控制股東結構至少不若過半數控制等控制型態，故有力股東、機構投資人仍有透過徵集委託書等行動產生些許挑戰控制股東之空間，英國法路徑因而不致淪為空中樓閣。

此外，若以企業自治與商業環境多樣性之角度出發，採取英國法應屬較適宜之選擇。理由在於：在論理上賦予「閉鎖性質公司」高度自治空間之際，卻往往忽視大型企業亦有「因時制宜」之需求。論者指出，寬認其決定內部權限分配之優勢不僅顯現在「個別公司」得以因應千變萬化之商業環境以最大化經濟效益此等「微觀利益」(Micro-benefits) 之上；亦由於公司文件之公開性與強制資訊揭露，使公司得以試驗創新之條款，亦能師法其他已被市場證實具有效率之條款，從而創造有利於「整體公司治理系統」進步之「宏觀利益」(Macro-benefits)¹⁴³。採取英國法之路徑顯然得以在此面向上創造最大之效益。申言之，所有公開發行公司均有相異之市場、競爭對象、股權結構與經營目標等特性，其所需要之自治空間可能也大相逕庭。縱然得以預測大多數公司之股東較有意願涉足之事項——

Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights, in CONCENTRATED CORPORATE OWNERSHIP, 295, 295-296 (Randall K. Morck ed. 2000).

¹⁴¹ 戴銘昇，經營者持股成數規範之研究，收於：證券交易法物語（二），頁 280-283（2018 年）。

¹⁴² 依據 Berle 與 Means 教授區分「控制權」之分類標準，「少數控制」指涉某股東持股雖未過半，惟已可透過徵集委託書等手段取得足以控制、主導公司的地位；「經營階層控制」則指涉無股東足以主導公司之運作，絕大多數股東對公司幾無控制權，實際掌權者僅持有微不足道的股份，乃控制與所有分離最徹底之型態。See BERLE & MEANS, *supra* note 28, at 83.

¹⁴³ See Smith, Wright & Hintze, *supra* note 109, at 170-175. 但值得注意的是，該文作者係以「辦事細則」之條款作為論述主軸。詳言之，由於美國法下股東並無主動修改「章程」之權能，故作者主張股東得以「辦事細則」作為調整內部權限分配之管道。惟此並不影響其作為我國之借鏡。

例如敵意併購防禦措施之建置議題，亦能合理想像必有少數公司希望透過章程自行分配其他的權限事項。準此，「劃定董事會專屬權限之範圍」必然招致掛一漏萬之弊，而否認董事會專屬權限之存在始能最大程度地確保所有公司均得自由設計適合其營運之架構。此外，以現行公司法之解釋論或許亦能得出此種結論。公司法第 202 條既留下了章程保留權限的空白之處，亦未能於其他條項之董事會權限中窺得有不容許股東僭越之意¹⁴⁴，故不妨將此立法模式解讀為立法者本就有意賦予公司充分之自治空間、允許其透過章程自由選擇董事會優位主義或是其他治理結構，一如英國法之政策¹⁴⁵。當然，採取英國法路徑之潛在疑慮並不會憑空消失，故本文認為應得採取部分措施以減緩其弊病，詳如後述。

第四項 權限分配規範強行化之反思

第一款 概說

另一涉及機關專屬權限範圍之重要依據乃相關規定之強行化與否。詳言之，公司法中明文規範之權限分配規定是否為「強行規定」將影響機關專屬權限之範圍。若某項權限分配之規範係強行規定，則公司並無以章程選擇排除（opt out）而重新分配之可能，「機關專屬權限」之概念油然而生；惟若將其解為預設規定（default rule），公司法僅是在公司章程並無特別規範時補充成為機關權限分配之依據，公司自得以章程或股東協議之方式重新調整內部權限分配，此權限自然並非該機關之專屬權限。

本項之目的乃探究公司法中關於內部權限分配之規範是否為強行規定，以此

¹⁴⁴ 諸如公司法第 29 條第 1 項、第 246 條第 1 項、第 266 條第 2 項雖皆明文應由董事會決議通過，惟均未有「僅得」或「專由」等文義出現，似乎並無有意使其專屬於董事會之意。

¹⁴⁵ 相同見解者參照：金鼎，公司章程之效力與界限——以英美法制為借鏡，臺灣大學法律學研究所碩士論文，頁 191-192（2010 年）。

探求機關專屬權限之存否與範圍為何。



第二款 公司契約論之修正與公司法中之強行規定

一般而言，隨著契約連鎖理論之崛起，「公司法主要由任意規定所組成」之主張於晚近已佔據主流地位，採取此觀點者被稱為「公司契約論者」（Contractarians）¹⁴⁶。簡而言之，公司既然由眾多利害關係人間之契約所交錯而成，意味著各方契約當事人均得以契約自由安排其權利義務，公司法之功能即提供當事人一份「標準形式」之契約條款，用以降低交易成本與促進契約自治¹⁴⁷。此運作厥為「預設規定」之概念：公司法乃居於補充當事人契約不足之處的地位，契約當事人自得採用磋商後之契約條款。

然而，公司契約論必然面臨理論修正之命運，蓋不僅實然層面上，公司法並非全然由任意規定所組成；於應然層面上，公司法亦不應全然皆為任意規定。從經濟分析角度以觀，強行規定之介入乃為匡正「外部性」¹⁴⁸、「資訊不對稱」¹⁴⁹等市場失靈現象¹⁵⁰；從法律層面以觀，強行規定之功能著重在以「事前立法」方式保障股東¹⁵¹。誠如論者所述，縱然接受契約連鎖理論之模型，完全的契約自由亦未必能創造私人的最大財富；反而，選擇性（optional）與強行性法規並存之混

¹⁴⁶ 當然，契約連鎖理論僅是「公司契約論」（或謂解除管制者）之有力依據，事實上亦有許多學者接受契約連鎖理論之觀點，卻採取偏向「管制」之立場，認為公司法應有大量之強行規定。由此可見，「契約連鎖理論」與「公司法應以任意規定為主」之論點亦非如此密不可分。See Lucian Arye Bebchuk, *The Debate on Contractual Freedom in Corporate Law*, 89 COLUM. L. REV. 1395, 1408-1409 (1989).

¹⁴⁷ See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Corporate Contract*, 89 COLUM. L. REV. 1418, 1444-1446 (1989).

¹⁴⁸ 此乃由於公司契約之當事人在締約時可能不會顧及「第三人」之利益而對其產生不良影響，此即「負面外部性」或「外部成本」。外部成本之存在反而可能使自由磋商之機制減損了社會整體福祉，而以強行規定介入當事人之契約恰能匡正此種無效率之情形。

¹⁴⁹ 此係出於當事人間交易地位不平等或其他原因（例如市場價格已無法如實反映出公司之價值），以致於市場機制及契約自由運作下反而產生社會整體福祉無效率之現象時，強行規定即有介入之正當性。參照：蔡昌憲，公司契約理論於我國之具體實踐——市場契約自由與國家法律干預間之權衡，法令月刊，56卷6期，頁51（2005年）。

¹⁵⁰ See Bebchuk, *supra* note 146, at 1404-1408.

¹⁵¹ 參照：蔡昌憲（註149），頁49-52。

合法制系統更能創造最佳之契約條款¹⁵²。



爭議由是而生：究竟如何區分公司法之強行規定與任意規定？

Jeffery Gordon 教授於一篇論文中肯認三項賦予強行規定正當性之假說¹⁵³，或能對此提供一些啟示：(一) 公共財假說 (Public Good Hypothesis)：此論點立基於若個別公司採用偏離「標準形式」之章程條款，必然產生外部成本。同時，基於「公共財」與「搭便車」之問題，個別公司將有誘因偏離標準形式之條款，且日益增多之「異類」所累積下來之外部成本最終將抹滅標準形式條款帶來之效益¹⁵⁴——例如交易相對人將付出鉅額交易成本、治理機制的多樣性使得所有章程條款（包含標準形式條款）皆難以受到市場與司法之檢驗，不確定性成本與訴訟成本因而大增¹⁵⁵；(二) 創新假說 (Innovation Hypothesis)：此論點主張強行規定有助於公司章程條款之創新。此乃由於公司自行創新章程條款時，投資人可能會認為創新條款不利於己而僅願以較低價格購買股份，或是因創新條款而承擔種種成本，導致契約自由之體制下反而遏止公司之創新幅度。相較而言，若由立法機關將一個強行規定轉變成任意規定，較可能被認為係經過審慎思辨後之結論，且表達出一種訊號，即在該過程中已思及股東之利益。換言之，若採行完全之契約自由體制，立法機關將失去一種向股東表達該創新條款能助長其利益之「呼籲」功能，章程條款之創新將復歸停滯狀態¹⁵⁶；(三) 投機性修改假說 (Opportunistic Amendment Hypothesis)：此論點旨在避免內部人¹⁵⁷投機性的修改章程，使財富、控制權等利益不當的從股東移轉至其自身。基於股東之集體行為困境、內部人之

¹⁵² Jeffery N. Gordon, *The Mandatory Structure of Corporate Law*, 89(7) COLUM. L. REV. 1549, 1554-1555 (1989).

¹⁵³ Gordon 教授實際上提出五種假說，惟其認為「投資人保護假說」(Investor Protection Hypothesis)與「不確定性假說」(Uncertainty Hypothesis)具有一定缺陷，故無法為強行規定之存在提供足夠的正當性。See *id.* at 1556-1567.

¹⁵⁴ 此假說相當重要之基礎假設為：「所有公司維持標準形式條款所生之外部效益，遠大於對特定公司而言因標準化條款之不適宜性而生的效率損失。」亦即強行法制下將創造更大之整體社會福祉。參照：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，臺灣大學法律學研究所碩士論文，頁 91 (2004 年)。

¹⁵⁵ Gordon, *supra* note 152, at 1567-1569.

¹⁵⁶ *Id.* at 1569-1573.

¹⁵⁷ 此包含經營階層與控制股東。

策略性手段所形成之壓迫效應等劣勢，表決權難以成為股東捍衛其自身利益之有效手段，更可能因內部人之資訊優勢與議案之刻意操弄而導致「減損股東財富」之章程成功問世。循此，若章程修訂極有可能促成公司經營階層之自保、或財富分配流向內部人之情形，透過強行規定導正此種投機主義即具有一定正當性¹⁵⁸。總的而言，以強行規定遏止投機性章程修改所帶來之效益將優於其僵化所衍生之效率損失¹⁵⁹。

Bebchuk 教授提出之「章程修訂界限」亦足資參酌。其認為在以下兩種情形，強行法規之限制具有正當性：（一）可能使重大利益從股東流向經營階層或控制股東之價值再分配。此係由於：不論是股東之表決權、董事會之同意或是市場汰除機制之制衡，皆無法完全遏止經營階層採用減損股東與公司價值之章程條款。申言之，股東受制於集體行為困境、理性冷漠與資訊不對稱等劣勢，導致其僅能以表決權防免少數顯然有害於其利益之章程條款，而對大部分可能減損其利益之章程條款則無能為力。而市場之制衡機制僅能有效遏止涉及微小財富移轉之章程條款，若該條款之修訂將使重大利益移轉至經營階層或控制股東，則市場力量與董事會同意之防水閥將失去作用¹⁶⁰；（二）相異公司針對某治理議題具有相似之特性與最佳模式，使標準形式之條款得以妥適地適用於各公司。此乃由於：若最有效率之治理模式取決於個別公司之相異特性，連帶使公司相對於政府機關享有資訊優勢時，允許章程自治在創造社會整體價值上具有極大的潛力，蓋最適合每間公司之模式均不同，強行令所有公司遵守一套標準形式之條款只會減損整體價值。然而，若最有效率之治理模式在相異公司間並無顯著差異，個別公司相對於政府機關亦較不具有資訊優勢時，允許章程自治所提升之整體價值就顯得極為有限，蓋標準形式條款之價值不太可能明顯劣於公司自行決定之最適條款，因此賦

¹⁵⁸ Gordon 教授於文章內更論及了「強行規定」與「其他約束機制」之優劣，例如凍結性規則（A Freeze）、超級多數決、利害關係人表決權之迴避行使，並認為上述約束機制不是所需成本太高，就是理論上不適宜，因此仍以強行規定為最佳方案。See Gordon, *supra* note 152, at 1580-1585.

¹⁵⁹ See *id.* at 1573-1585.

¹⁶⁰ Lucian Arye Bebchuk, *Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments*, 102 HARV. L. REV. 1820, 1835-1847, 1849-1851 (1989).

予其自治之空間較不具有正當性¹⁶¹。

Bebchuk 教授之論點雖係探討「章程修訂之界限」，惟亦有劃分強行規定與任意規定界限之功能，蓋章程不宜僭越之範圍正係強行規定之內涵。

國內亦有論者提出七項判斷特定法規是否為強行規定之參考標準：(一) 法規有無明文規定；(二) 國家經濟政策；(三) 矯正市場失靈；(四) 公司法基本原理；(五) 制式化要求程度；(六) 保障弱勢者；(七) 比較法觀察¹⁶²。其不僅考量到「立法」形式與目的之檢驗，亦由於此等標準足以鑑別「特定法規強行化」之正當性與必要性，誠值參考。

值得注意的是，上開諸多假說與標準皆無法單獨正當化公司法中所有之強行規定，而應視不同法規交錯檢驗。

第三款 權限分配規範強行化之論據

若以美國法而言，股東會與董事會之權限分配規範屬強行規定應無疑義。此可從眾多涉及董事經營權限之實務見解窺知，例如 SEC Rule 之所以允許公司排除涉及日常業務事項與盈餘分派之提案，即因各州公司法皆將此權限法定授予董事會；涉及辦事細則界限之 *AFSCME* 案與涉及敵意併購防禦措施之 *Unocal* 案與 *Moran* 案中，法院都一再強調了德拉瓦州公司法第 141 條——經營權限之概括條款，地位之尊崇性。

美國法畢竟帶有獨尊董事會之強烈色彩，將賦予董事會經營權限之規定解為強行規定，並嚴格禁止股東會干預不足為奇。惟若跳脫美國法，以更宏觀之視角審視權限分配規範之強行化，其正當性頗啟人疑竇。

抽象而言，Gordon 教授主張股東會與董事會之權限分配規範為強行規定。

¹⁶¹ *Id.* at 1847-1851.

¹⁶² 參照：方嘉麟、朱德芳（註 81），頁 252-270。

其正當性建立在三種強行規定之假說上：（一）公共財假說：一套治理結構之效率需在不同環境下重複試驗始能明確評價。若治理結構偏離多數公司所採行者，其稀少性將使市場難以評價其效率。因此，以強行規定確保此一「標準形式」之條款能創造更大利益；（二）創新假說：治理結構之重要性使公司「牽一髮動全身」，若公司內部人欲修訂一項關於治理結構之創新條款，股東極有可能質疑該條款將以犧牲其利益為代價而壯大內部人自身之勢力。相較而言，若一套治理結構係經過公眾審閱而由立法者提出，至少意味著此能創造股東財富，從而避免上述窘境；（三）投機性修改假說：由於治理結構在「股東財富」與「控制權」之流轉扮演要角，股東通常對此極為重視。惟基於集體行為困境等劣勢，股東利益與控制權極有可能因投機性之章程修改而移轉至經營階層，而強行規定乃避免此問題之最佳手段¹⁶³。

我國亦有論者採取強行規定之見解，其主張鑑於立法成本之由無法對所有事項逐一分派權限，故公司法僅對重要之決議事項加以區分，即以強行之列舉規定劃定個別機關之特定專屬決議事項，其餘則以任意法之方式概括規定劃歸特定機關行使決議權¹⁶⁴；此外，我國實務見解與部分論者雖未明確指出公司法內之權限分配規範為強行規定，惟其等既謂「法有明文應經董事會決議」之事項不得以章程劃歸股東會¹⁶⁵，即有承認此等規範乃強行規定之意。

第四款 本文見解與反思

本文認為，權限分配規範是否為強行規定無法一概而論，而應視個別情況分別判斷，至少法規中涉及「股東會」之權限與「董事會」之權限應有不同之思考。

¹⁶³ See Gordon, *supra* note 152, at 1592.

¹⁶⁴ 陳彥良（註 23），頁 48。

¹⁶⁵ 參照：林國全（註 2），頁 25；洪秀芬，董事會獨立經營權限及董事注意義務，政大法學評論，94 期，頁 222（2006 年）；邵慶平，股東會與董事會權限分配法制的比較——以 CA v. AFSCME 為中心，東吳法律學報，17 卷 3 期，頁 275-277（2009 年）。

以我國法而言，應探討之核心爭議乃法規中明文列舉之「應經董事會決議」與「應經股東會決議」之權限規範是否為強行規定，若然，章程並無脫離公司法安排而自行決定之餘地，亦貼合了「專屬權限」之內涵。



首先就「應經股東會決議」之事項而言，此包含任免董事、董事報酬、盈餘分派、章程修訂、合併、分割及主要部份資產讓與等基本事項變更。這些規定是否應認定為強行規定？此問題似乎不難回答，蓋除董事報酬與盈餘分派之決定以外¹⁶⁶，不太會有人質疑股東會應享有任免董事、決定公司基本事項變更等重大議題之權限。各國法幾乎均授予股東會此等權限，亦難以想像這些權限不落在股東會手中。惟若以一種普遍之「趨勢」與「慣例」解釋賦予股東會權限之規範乃強行規定，似乎顯得較為單薄。本文欲透過本項第二款中學者所提出之標準來證立此一結論。

「投機性修改假說」顯然能提供最有力的支持論點。詳言之，公司法之所以將章程修訂、合併、分割等基本事項變更之權限授予股東會，無非基於這些事項不是影響股東利益極鉅，就是涉及公司之「終局契約階段」¹⁶⁷，若不由股東會親自掌握決策權限，經營階層較有可能犧牲股東及公司之利益而謀取私益。投機性修改假說足以適切解釋這個結論：在股東監督之手段極為有限之情形下，允許章程變更這些股東會權限將置股東利益於極不安定之處境，蓋此可能剝奪股東會唯一能夠監督經營階層之手段，使經營階層居於「無監控」之真空狀態。若此，內部人將更有誘因利用股東所面臨之種種困境、甚至透過操弄議案之手段來促成股東自願放棄這些權利，或是同意權限之移轉。此亦與 Bebchuk 教授之第二項論點不謀而合。亦即：若這些事項不予以強行化，可能使本就有限之股東監督管道更加稀少，亦加劇內部人濫權之問題，形成利益從股東大量流向內部人之現象。當然，或許在極為例外之情形下，這些權限若予以調整可能促成特定公司之更高價

¹⁶⁶ 此部分請參照本節第五項：再探我國法股東會專屬權限。

¹⁶⁷ 關於「終局契約理論」之介紹，參照：朱德芳，效率、併購與公司治理——以敵意併購法規範為核心，中原財經法學，17 期，頁 216-218（2006 年）。

值，惟本文認為，此等權限已是股東會「寥寥無幾」、且居於公司治理「核心」的監督機制，以強行規定防免內部人之投機主義所產生之效益與因此抑制的代理成本，應優於特定公司不能量身訂做其章程條款所造成的價值減損。

至於「應經董事會決議」之事項則有全然不同之思考路徑。首先，從宏觀之比較法以觀，有別於世界各國幾乎都承認股東會有關公司基本事項之專屬權限¹⁶⁸，董事會專屬權限的存在與範圍並非自明之理，亦難以自然而然地內化成為我國的公司法基本原理。

再以「國家經濟政策」以觀，主張明文「應經董事會決議之事項」為強行規定之論者之可能論據為：企業之「經營與所有分離」乃近年修法之重要目的，若允許公司仍得透過章程使權限「回收」到股東會手中，顯與此一趨勢相互悖離。事實上，我國部份學者之主張確與此有異曲同工之妙¹⁶⁹。不可否認的是，董事會專屬權限之承認與否、範圍為何當與我國如何看待「經營與所有分離」原則息息相關，是一個必須強制適用於所有股份有限公司之「原則」，抑或是一個可依照公司個別情況決定是否採擇之「選項」？若為前者，董事會權限規範乃強行規定之論點將得到有力支持，蓋允許股東會透過修訂章程「復權」將抵觸此一立法政策；若屬後者，將其解為「預設規定」反而更具有正當性，蓋立法者實際上允許各企業選擇最適方案，法律之所以有「經營與所有分離」之特質乃鑑於此係絕大多數企業之最佳決策模式。本文認為後者之論點較為可採。於前文之「功能優勢與法定董事會優位主義之關聯性」一節，本文論及「經營與所有分離原則」更接近一種法律對於「經濟現象」之解讀與回應，而非提升公司治理之「立法目的」，學說上對於我國立法政策是否帶有強制企業「經營與所有分離」之意思亦頗有質

¹⁶⁸ Edward Rock, Paul Davies, Hideki Kanda, Reinier Kraakman & Wolf-Georg Ringe, *Fundamental Changes, in THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH*, 171, 172 (Rainer Kraakman & John Armour eds., 3rd edn. 2017).

¹⁶⁹ 參照：林國全（註2），頁25。其文指出：「惟若因此解為股東會得不受限制將任何事項列為章定股東會專屬決議事項，則本條修正意義將大幅減損。蓋有心之人，將可藉由章定股東會決議事項之增訂，將股東會權限實質回復至萬能機關之狀態。」



疑¹⁷⁰。循此，在我國立法者尚未對此採取明顯之立場、並提供具有說服力之論點以前，本文並不認為得以「經營與所有分離原則」此等「國家政策」正當化董事會權限規範乃強行規定之立場。

再以「投機性修改假說」為據，若允許章程將法規明文之董事會權限分配於股東會，是否足以產生重大之價值重分配？財富是否因此大量、不當流向內部人？可以肯定的是，此較不會發生財富由「股東」流向「經營階層」之問題，蓋股東已能自行決策以遏止經營階層之自利行為。反而，此際發生之問題應為財富可能從股東不當流向「控制股東」此等內部人。此係由於股東會決議之機制為多數決，而控制股東得挾其表決權優勢剝奪少數股東之利益。此威脅實與「股東利益分歧」與「投機主義」之反對論點不謀而合，蓋在權限移轉至股東會之際，利益衝突就從「股東與經營階層」移轉至「控制股東與少數股東」之間，水平代理成本由是而生¹⁷¹。本文已於前文述及此等疑慮，惟認為強行化之路徑仍有可疑之處，原因乃：(一) 受限於股東會功能之劣勢，股東干預之大型公司中仍非常態，因此難謂公司財富將會「大量」、「不當」地流向控制股東；(二) 控制股東「濫權」之實踐情形仍需更多實證研究佐證，其所造成之危害是否嚴重至需要以將權限「強行」交由董事會行使尚未有堅強之論據支持；(三) 鑑於我國控制股東對於經營階層之強大控制力與董事責任訴追法制之不完全，將權限置於董事會之效益仍極為有限；(四) 以「強行化董事會權限規範」作為遏止利益流向控制股東之手段僅具有「間接效益」，蓋根本性形成控制者私利之原因乃「股權結構」與「法制約束」，似不宜為此犧牲「抑制垂直代理成本」此等「直接效益」。

綜上所述，本文不贊同文獻上一概將權限分配規則解為「強行規定」之見解。至少在法有明文之權限歸屬中，應經股東會決議之事項與應經董事會決議之事項上應有不同思考。本文主張，我國法明定應由股東會決議之事項中，除董事報酬

¹⁷⁰ 參照：方嘉麟、朱德芳（註81），頁256-257；劉連煜（註82），頁420-421。

¹⁷¹ 請參照第三節第三項第三款：股東利益分歧與投機主義——兼論股東行動主義。

之議定與盈餘分派之決定以外，其餘事項應解為強行規定，故不得以章程自由變更該等權限；應經董事會決議之事項雖亦以法律明文列舉，惟或可認為此係立法者認識到在普遍情形下，絕大多數之企業皆會將此等權限授予董事會，故以此作為一種「標準條款」降低交易成本，而非意在限制企業得自行選擇最適合之權限歸屬。換言之，或可將賦予董事會權限之規範認定為一種「預設規定」¹⁷²。

第五項 再探我國法股東會之專屬權限

第一款 概說與法理基礎

如前項所述，公司法明文賦予股東會之權限——諸如任免董事、章程修訂、合併、分割等基本事項變更，宜賦予強行規定之地位。若以學理之角度出發，代表這些權限乃股東會之「專屬權限」。

縱非以強行規定之角度切入，公司法之原理原則亦能推導出股東會享有這些權限具有高度正當性。各國公司法賦予股東會之權限皆至少具有以下特徵之一：

(一) 與股東之投資風險關聯甚鉅；(二) 可能形成董事利益衝突之情形，即使該利益衝突並非關係人交易；(三) 較不牽涉經營方面與特定性公司事務、傾向於一般性與投資性的判斷基礎，股東因此較具備自行決策之能力¹⁷³。這些共通特質洵屬公司法賦予股東會權限之法理依據。

首先是決策行為影響股東風險的程度，以「牽涉股東重大利益」作為賦予其

¹⁷² 或有論者基於本文所述之「預設規定」，謂既得透過章程加以調整，則得否以章程將權限授予「董事長」、「總經理」等人？應注意者為，本文主張將明文應經董事會決議之法規解為「預設規定」而由企業自行擇定權限機關，乃立基於「股東會」與「董事會」之權限互動，並不涉及「董事長」、「高階經理人」等權限劃分議題。申言之，本文僅欲處理：若法規明文將某權限授予「董事會」，「股東會」得否透過章程或其他管道收歸於己？又若法規明文將某權限授予「股東會」，其得否透過章程授權於「董事會」？此洵屬權限劃分上第一層次之問題，以下但凡牽涉「自由決定權限機關」之論證，均為此意；至於企業得否將權限下放至「董事長」、「高階經理人」等，似屬第二層次之問題——經營階層內部之權限劃分，非本文涵蓋之範圍。

¹⁷³ Rock, Davies, Kanda, Kraakman & Ringe, *supra* note 168, at 173.

權限之理由看來相當有說服力。然而，若從經營階層較具備「專業性」與「效率」之角度出發，此結論似乎也並非如此直觀。論者可能質疑：若經營階層的專業資訊在日常業務決策中至關重要，涉及股東與公司重大利益之決策似更應如此。然而，誠如論者所述，在決策行為的規模逐漸擴大之際，「干預」與「監督」之價值亦隨之增長¹⁷⁴。詳言之，決策規模之擴張意味著牽涉利益的變動更加劇烈，代理成本亦水漲船高。當潛在的代理成本較高時，即使由股東會決策將產生較高之交易成本亦是合理的¹⁷⁵。此外，決策行為對股東利益影響程度愈大，愈能促使股東積極參與，某程度減緩集體行為困境¹⁷⁶。總而言之，股東會應享有「基本事項變更」權限之正當性來源在於：基本事項變更所涉及之代理成本極高，股東作為剩餘價值請求權人因此受影響之程度最大、也更有可能克服集體行為困境。

其次為董事面臨利益衝突之可能性。若欲簡單解釋此論點，仍是在於董事面臨利益衝突之際將產生較高之代理成本，且由於董事會決策受到私人利益之影響，使其資訊與專業上之優勢失去價值¹⁷⁷，以至於有將權限移轉於股東會之正當性。論者或質疑：利益衝突之防免機制未必需以「移轉權限」如此強烈之手段進行，諸如董事資訊揭露與迴避表決皆為可行的機制。誠然，資訊揭露與迴避表決或許可以在「特定董事」面臨「具體」利益衝突時發揮作用，惟在董事面臨「固有利益衝突」則無能為力，僅有權限移轉才是最佳策略。所謂固有利益衝突指涉本於「董事之職位」必然伴隨之利益衝突，例如控制權之移轉¹⁷⁸等。於此種董事之「固有利益衝突」情形，全體董事均會產生利益衝突，此時資訊揭露與迴避表決無以達到淨化利益衝突之效；相對而言，董事亦可能面臨「具體個案」性的利益衝突，例如關係人交易。於此情形，資訊揭露與迴避表決就成了可行的選擇，蓋僅有「特

¹⁷⁴ *Id.*

¹⁷⁵ Sofie Cools, *The Dividing Line Between Shareholder Democracy and Board Autonomy: Inherent Conflicts of Interest as Normative Criterion*, 11 ECFR 258, 273-274 (2014).

¹⁷⁶ Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Voting in Corporate Law*, 26 J. L. & ECON. 395, 416 (1983).

¹⁷⁷ Lucian Arye Bebchuk, *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, 69 U. CHI. L. REV. 973, 999-1004 (2002).

¹⁷⁸ 此可適切說明為何董事任免、合併與分割等基本事項變更應由股東會決策，蓋這些決策都可能使經營階層易主，董事將本於其「職位」產生利益衝突。

定董事」面臨此一利益衝突¹⁷⁹。惟此可否說明僅有在董事面臨「固有利益衝突」之際，權限由股東會行使始具正當性？本文認為並非如此。董事之「固有利益衝突」固然意味著僅有權限移轉始為正當策略，惟並不表示於其他特定董事所面臨之「具體利益衝突」即無由股東會決策之正當性。申言之，舉凡經營階層面臨利益衝突，代理成本均因此增加，股東會介入之正當性由是而生，惟較佳之情形是利益衝突並非極微，否則為了防免此等利益衝突而犧牲效率與專業性誠有疑義。比較法之態度亦得佐證此一論點，諸如荷蘭、比利時、德國、甚至是德拉瓦州，均有將「權限移轉」之情形擴張至「具體之利益衝突」或「特定董事面臨利益衝突」之實例¹⁸⁰——此得闡明縱非「固有之利益衝突」，亦可能有權限移轉之正當性。循此，在涉及董事之「固有利益衝突」時，固然應以強行規定將權限授予股東會，否則無法淨化利益衝突¹⁸¹；於其他「具體」之利益衝突，本文認為由股東會決策亦有其正當性。惟其不若固有利益衝突如此劇烈，故不必以強行規定授權股東會行使，更佳之作法乃允許公司透過章程規定涉及特定利益衝突事項應經股東會決議，此能夠提供公司更多元之治理路徑，使其在「資訊揭露與表決迴避」及「權限移轉」之間選擇最能抑制代理成本之方案，此見解亦貼合本文一貫之理念：由公司自行擇定最適合其特性之治理結構。

最後係決策之性質較偏向「投資性質」而非「經營性質」。儘管在任何決策事項上，股東都不可避免地居於資訊與效率劣勢，惟其與經營階層在此類決策中之功能落差顯然小於典型的「經營決策」。舉例而言，由股東來決定 A 公司是否應與 B 公司合併，相較於決定 A 公司是否應投入研發成本而與 B 公司之產品競爭，其所需之資訊與專業顯然更有利於股東作出決策。蓋於前者，考量的關鍵僅在於「AB 公司合併後之股份增值」與「單純投資 A 公司之獲利」之利益比較；於後者則急需了解研發部門之人力資源是否足以開發出與 B 公司相匹敵之產品，

¹⁷⁹ See Cools, *supra* note 175, at 275-278.

¹⁸⁰ *Id.* at 277-278.

¹⁸¹ *Id.* at 278.

惟股東自然較不可能獲得如此具體之專業資訊¹⁸²。

綜上所述，諸如章程修訂、董事任免、合併、分割、重大資產處分等基本事項變更，此等權限授予股東會皆有其立論基礎，解釋上亦有強行化之必要，故屬其專屬權限。除此之外，「董事報酬之決定」與「盈餘分派之決定」亦為我國法明文之股東會權限，惟在解釋論上是否亦應認定係股東會之專屬權限不無疑義，蓋不僅美國法將此等權限專屬性地賦予董事會，英國法亦允許公司透過章程授予董事會自行決定。準此，本文特獨立出第二款及第三款單獨闡釋之。

第二款 董事報酬之決定

欲探討董事報酬之決定機關，需先處理董事「報酬」與「酬勞」問題。申言之，我國公司法第 196 條謂：「董事之報酬，未經章程訂明者，應由股東會議定，不得事後追認。」惟實務上董事本於其地位自公司受領之「經濟上利益」名目繁多，例如獎金、車馬費、研究費等等，是否所有經濟利益皆屬董事之「報酬」頗有探討實益，蓋此涉及決定機關之歸屬。實務見解普遍採取較為限縮之見解，經濟部曾作出函釋謂：「按公司盈餘之分派，分為股息及紅利，而登記實務上，紅利又分為股東紅利、員工紅利、董監事酬勞。是以，董監事酬勞，屬盈餘分派之範疇。至董監事報酬，則指董事、監察人為公司服務應得之酬金，屬公司法第 196 條、第 227 條之範疇。」¹⁸³此見解受後續許多法院判決所沿用。學說見解亦有多種不同見解，有論者從「勞務對價」、「成功報酬」、「風險承擔對價」與「得否自由支配處分」等觀點區分報酬、酬勞與業務執行費用¹⁸⁴；亦有論者將董事所得經濟利益區分為報酬、酬勞與處理委任事務之必要費用¹⁸⁵。

¹⁸² Rock, Davies, Kanda, Kraakman & Ringe, *supra* note 168, at 173.

¹⁸³ 經濟部 94 年經商字第 09402199670 號函。

¹⁸⁴ 林國全，董事報酬請求權——評最高法院 94 年度台上字第 2350 號判決，月旦法學雜誌，135 期，頁 245-250 (2006 年)。

¹⁸⁵ 邵慶平，股東會與董事會的權限分配——對董事報酬決定權的觀察與分析，興大法學，1 期，頁 82-83 (2007 年)。

然而，區分報酬、酬勞等經濟利益不僅標準十分模糊，且區分實益頗啟人疑竇。詳言之，公司法第 196 條將董事報酬決定權限授予股東會係著眼於董事利益衝突，藉此防免董事自肥與攫取公司財富；與此同時，限縮報酬定義之見解卻允許章程規定後由董事自行決定其「酬勞」及「其他給付」¹⁸⁶，如此「分割處理」之理由不無疑義¹⁸⁷，且與第 196 條之規範理念有所扞格，遑論實務上動輒出現董事報酬 10 來萬元，酬勞卻高達上百萬元之案例，更凸顯強行區分報酬與其他經濟利益之失衡現象。質言之，董事取得之所有給付皆源自於公司，既然立法政策擔憂者乃董事可能索取過高之經濟利益，導致公司財富流失，則「任何」給付皆應在此範圍。準此，誠如論者之謂，不論董事所受之給付名義上為何，皆應認為係給予董事之全部對價（包含勞務給付與經營風險），而重點在於此一權限應分派於何機關較具有正當性，考量因素包含衡量報酬之專業能力、利益衝突之淨化機制，而非單純地將給付內容予以分類¹⁸⁸。

回到董事報酬之決定機關，近期諸多文獻針對我國「股東會中心」法制提出質疑，主張我國應正面肯定董事會於董事報酬決定之地位。渠等提出數項理由：

(一) 契約法與組織法可能產生衝突：股東會可能受限於其低頻率、高成本等劣勢而怠於決定董事報酬，此時如何認定董事報酬及如何避免董事「白費力氣」卻無法取得相應之勞務給付遂有疑義¹⁸⁹；此外，由股東會「單方面」決定董事報酬不僅與「委任契約」之雙方性質有所扞格，蓋其不啻允許股東會得以任意決定委任契約之內容，且這種「單向」式的報酬決定使得雙方對於報酬數額不僅無討

¹⁸⁶ 在 2015 年修法前，有見解認為董事酬勞雖非 196 條之「報酬」，惟性質上仍屬「盈餘分派」，在決定權限上與「報酬」殊途同歸，而應由股東會議決或由章程訂明。參照：林國全（註 184），頁 247。惟 2015 年增訂公司法第 235 條之 1 後，經濟部函釋明確說明「董事酬勞」應比照「員工酬勞」之發放方式，即章程訂明董事酬勞後，由董事會決議發放，參照：經濟部民國 104 年 6 月 11 日經商字第 10402413890 號函釋；至於車馬費、研究費等「業務執行費用」或「委任事務處理費用」，因屬業務執行事項，自然應由董事會決之，無須由章程訂明或股東會議決之。

¹⁸⁷ 曾宛如，證券交易法原理，修訂 7 版，頁 172（2020 年）。

¹⁸⁸ 曾宛如，2010 年公司與證券交易法發展回顧，臺灣大學法學論叢，40 卷特刊，頁 1886（2011 年）。

¹⁸⁹ 此乃源自於學說上有認為若章程與股東會皆未議定董事之報酬，則董事並無報酬請求權。準此，學說與實務見解開始在此一現象下為董事之利益尋求法律依據。然而，可以想像任何解套路徑都不如一開始就明確的議定董事報酬。

價還價的協商過程，更無量身定作的可能，遑論較精細地設計出委任契約雙方當事人——公司與董事均滿意之獎勵或懲罰機制¹⁹⁰。

(二) 股東會功能性劣勢與交易成本分析：大型公司之股東會受制於集體行為困境、資訊不對稱等劣勢，無法在充分了解董事之法律風險與誘因機制下形成妥適之報酬決定¹⁹¹；再者，由股東會議決董事報酬時所仰賴之「表決權迴避」機制能否發揮預期效用亦有疑義，至少在想像上可能產生許多規範漏洞，使其功能發生「過」與「不及」之缺憾¹⁹²；此外，亦有從交易成本觀點切入者，認為於股東人數較少之小型公司，由股東會決定董事薪酬之交易成本不高，故採取「股東會事前同意」之「財產法則」並無過大疑慮；惟於股東人數眾多之大型公司，由於個別董事之資歷與經驗之不同，其薪酬亦應個別磋商，若由股東會針對個別董事之特質與具體貢獻單獨協商將產生巨額之交易成本，故採取由董事會自行議定、若董事會產生濫權行為始行究責之「補償法則」較為適宜¹⁹³。

(三) 名為股東會中心，實為董事會中心：現行實務廣泛肯認章程得以訂明報酬總額上限後，依「同業通常水準」授權予董事會自行支給議定，惟此標準未必能夠適切評價所有公司董事會之專業能力，亦因過於空泛而無異於「空白授權」；再者，依據一份實證研究，有 95% 之可能，至少有 80.5% 的上市櫃及興櫃公司並非由股東會來決定董監事的報酬，而是由董事會在未有明確授權條件與報酬總額上限之情況下自行決定董監之報酬，甚至有少數公司在未有任何標準下概括授權

¹⁹⁰ 邵慶平（註 185），頁 93-97。

¹⁹¹ 邵慶平，同前註，頁 98-99。

¹⁹² 就利益衝突防免之「不及」而言，股東會於決定董事報酬時，若係就個別董事之報酬逐一進行討論表決，此時身兼董事之股東於未受討論時，應不受不得參與表決之限制。然而，董事相互間極有可能支持彼此之報酬議案，以求自身之報酬議案亦受其他董事所支持，表決迴避規範因而無法發揮預期效用；就利益衝突防免之「過」而言，若董事席次由獲勝派之一方全數囊括，股東會繼而就本屆董事報酬的數額進行包裹式的決議，由於全體董事均不能加入表決，反而形成董事落選者得以決定董事勝選人報酬的弔詭情形，此時斷難期待股東會可以合理公正地決定董事報酬。參照：邵慶平，同前註，頁 99-100。

¹⁹³ 參照：林郁馨，公開發行公司經營者新酬決定機制之實證分析——兼論薪資報酬委員會新制，中研院法學期刊，14 期，頁 271-272（2014 年）。

董事會自行議定報酬者¹⁹⁴，種種跡象皆顯示董事報酬之決定機關已實質上轉移至董事會；此外，實務上股東會可能得透過以董事會之提案建議，作為其議定董事報酬的唯一參考依據，以便大幅減輕其資訊劣勢及形成共識的困難，惟此一結果與董事會自行議定報酬並無太大不同，「股東會中心」之名仍與商業實務運作有所悖離¹⁹⁵。

(四) 薪酬委員會之功能：我國於 2010 年增訂證券交易法第 14 條之 6，強制上市與上櫃公司於董事會下設置薪酬委員會。薪酬委員會之制定目的在於透過設置具備「獨立性」與「專業性」之功能委員會，對於董監與經理人之薪酬提出專業建議，以期達到淨化利益衝突與抑制董事自肥之問題。而我國法制嚴守股東會中心之立場顯然與近年來推廣薪酬委員會之初衷相互矛盾¹⁹⁶。

我國對於「股東會中心」之質疑見解頗有見地，比較法之經驗亦給予我國啟示：已無必要再強調股東會於董事報酬決定上之專屬地位。尤其商業運作上已透過各種方式將權限交由董事會，試圖減緩由股東會行使權限之劣勢與阻礙，顯示實務之操作早已與法制之應然面脫節。當然，薪酬委員會是否能夠發揮預期功能仍存在相當疑慮。論者或著眼於薪酬委員會之「獨立性」提出質疑，有文獻指出基於種種因素，董事之獨立性將受到心理性之限制。舉例而言，「社會性互動與規範」(The Social Dynamic of Board Meetings and Boardroom Norms) 致使獨立董事較不願挑戰與質疑執行董事之決策，蓋其提名往往訴諸於執行董事，使其產生一種必須支持執行董事之使命；結構性偏見 (Structural Bias) 肇因於董事會成員傾向於維持彼此建立之緊密關係，甚至不惜犧牲最佳決策；團隊思維 (Group Thinking) 源於董事會成員致力於凝聚穩定之共識，反使彼此相互挑戰之監控功能因此減損¹⁹⁷；再者，相關辦法規定薪酬委員會之成員由董事會決議委任之¹⁹⁸，

¹⁹⁴ 林郁馨，同前註，頁 265-268。

¹⁹⁵ 邵慶平（註 185），頁 99。

¹⁹⁶ 邵慶平，同前註，頁 108-109。

¹⁹⁷ Nicola Faith Sharpe, *The Cosmetic Independence of Corporate Boards*, 34 SEATTLE U. L.REV. 1435, 1447-1452 (2011).

亦增添其能否客觀、獨立認定董監報酬之疑慮¹⁹⁹；此外，規範薪酬委員會成員之資格要件侷限於委員「與公司間之關係」²⁰⁰，此僅凸顯出「形式獨立性」(Cosmetic Independence)，無法達到真正能提升決策品質之「實質獨立性」(Substantive Independence)²⁰¹；亦有論點從薪酬委員會對於報酬決定僅有「建議權」²⁰²出發，質疑此有弱化薪酬委員會功能之虞²⁰³。然而，上開薪酬委員會之缺陷若均能透過修法予以減緩或導正²⁰⁴，仍可期待其作為淨化利益衝突、改善報酬機制之重要機關。以比較法作為借鏡，美國之紐約證交所上市規則 (NYSE Listed Company Manual)第 303A.05 條規範薪酬委員會成員之職權與資格條件、上市公司並應「強制」設置薪酬委員會²⁰⁵；英國之 DTR、公司治理準則亦採用「遵循或解釋」之方式鼓勵上市公司如此為之——透過功能無虞之薪酬委員會解決利益衝突與專業性、效率不足之困境²⁰⁶。

有鑑於此，本文認為我國不宜再囿於過往之傳統概念、掩耳盜鈴似地堅持採取「股東會中心」法制。然而，此是否意味著我國法制應走向全然之董事會中心？以上開英美法針對其上市公司是否應「強制」設置薪酬委員會之政策為例，得以顯見兩國相異之規範邏輯。紐約證交所之上市規則既「強制」上市公司設置薪酬

¹⁹⁸ 參照「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 4 條第 1 項。

¹⁹⁹ 陳俊仁，公司治理與董監事暨經理人薪資報酬決定權——薪資報酬委員會制度規範之商榷，月旦法學雜誌，207 期，頁 49-50 (2012 年)。

²⁰⁰ 參照「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 6 條各項。

²⁰¹ 關於「形式獨立性」與「實質獨立性」之論述，See Sharpe, *supra* note 197, at 1451-1456. 該文援引組織行為文獻，指出應以「時間」、「資訊」及「知識」等要素建構「實質獨立性」之內涵。

²⁰² 職權辦法第 7 條第 5 項規定：「董事會不採納或修正薪資報酬委員會之建議，應由全體董事三分之二以上出席，及出席董事過半數之同意行之，並於決議中依前項綜合考量及具體說明通過之薪資報酬有無優於薪資報酬委員會之建議。」

²⁰³ 張心悌，薪資報酬委員會獨立性與專業性之再思考，月旦法學雜誌，233 期，頁 129 (2014 年)；曾宛如，證券交易法之現狀與未來——期許建構體例完善的證券法規，月旦法學雜誌，217 期，頁 97 (2013 年)。

²⁰⁴ 有關薪酬委員會之改革意見，參照：陳可邦，董事薪酬決議機制之再建構，臺灣大學法律學研究所碩士論文，頁 78-83 (2021 年)。

²⁰⁵ See NYSE Listed Company Manual § 3.03(A).05 (2024).

²⁰⁶ See FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, DISCLOSURE GUIDANCE AND TRANSPARENCY RULES SOURCEBOOK, sec 7.2.8A (2024), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/DTR.pdf>; FINANCIAL REPORTING COUNCIL, UK CORPORATE GOVERNANCE CODE 15-17 (2024), https://media.frc.org.uk/documents/UK_Corporate_Governance_Code_2024_kRCm5ss.pdf.

委員會，某程度傳達出對於董事薪酬議定堅守「董事會中心」之理念；英國以「遵循或解釋」之方式賦予上市公司彈性之調整空間，不僅實現「組織」上之自治，亦隱含著董事薪酬非必由董事會議定不可。本文認為於董事薪酬之議定，我國不宜以法律強制企業採取董事會中心之立場，理由如下。

在我國晚近學說力主由「股東會中心」過渡至「董事會中心」之際，國際上卻呈現一種「Say on Pay」的相反趨勢——在董事會中心之法制下強化股東之權力。舉例而言，向來賦予董事極大經營權限之美國，自 2007 年金融海嘯後，輿論將矛頭指向過高之經理人薪酬，質疑該薪酬結構將鼓勵經理人採取風險過高之經營活動，連帶使企業居於高風險當中。美國國會因此於 2010 年通過「Dodd-Frank 華爾街改革與消費者保護法」(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)，針對經理人薪酬過高的問題，修法加強股東參與 (Say on Pay)，並採取使薪酬與績效合理連結的其他措施 (Pay for Performance)²⁰⁷。該法案第 951 條引進股東諮詢性表決制度 (Advisory Vote)，除按時揭露薪酬內容之外，尚要求公司應將經理人之薪酬議案與黃金降落傘協議提交於股東會進行無拘束力之表決，有關決定 Say on Pay 「頻率」之表決亦復如是²⁰⁸；英國²⁰⁹則早在 2003 年即修法引進「諮詢性表決」，又於後續之 CA 2006 第 439 條中規定：「上市公司應於股東會召集事由中列舉董事薪酬報告書 (Directors' Remuneration Report) 之同意案，且應經股東會普通決議通過。惟董事薪酬不以經股東會決議通過為生效要件。」²¹⁰；歐盟亦於 2004 年發布關於上市公司董事薪酬的建議報告，建議會員國立法新增股東對薪酬之表決權，無論具有拘束性抑或是僅具諮詢性²¹¹；歐陸許多國家甚至要求上市公司提出報酬報告，供股東為「拘束性表決」

²⁰⁷ 林郁馨（註 193），頁 250。

²⁰⁸ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, § 951, 124 Stat. 1376 (2010).

²⁰⁹ 英國在「董事報酬決定」上之所以亦採董事會中心，係因章程多順應商業實務採取模範章程之條款，故「董事報酬決定」之權限被分派於董事會。

²¹⁰ Companies Act 2006, s. 419.

²¹¹ 林郁馨（註 193），頁 251。

(Binding Vote)²¹²。相對於「諮詢性表決」，「拘束性表決」課以董事會在未來修正檢討既有政策之義務。易言之，若股東會表決反對公司經營報酬政策，董事會即須依股東會決議內容之調整現行報酬政策，以示負責²¹³。

「Say on Pay」制度之目的乃透過強化股東參與之力量達到監控經營階層報酬浮濫的問題，藉由公開揭露與股東表決權行使，促使董事會就既有報酬政策與措施修正與調整，期能使經營績效與報酬呈正向關係、達到降低代理成本之目的²¹⁴。就拘束性表決而言，固然得使董事報酬與經營績效更具連動性，蓋渠等有根據股東訴求調整報酬機制之義務；縱係「諮詢性表決」亦有制衡董事會濫權之力量，蓋該反對投票之結果可能引來輿論對於經營階層之質疑聲浪——聲譽之受損將對經營階層產生實質上的箝制力量²¹⁵。

當然，文獻上亦不乏對於 Say on Pay 之質疑見解。舉例而言，論者有主張經營階層之薪酬牽涉極為複雜之契約設計，諸如與其過去之績效連結、提供未來績效提升之誘因、保留與吸引經營人才、確保經營階層與股東利益一致等考量因素。此均仰賴專業人士之斟酌權衡，若股東有干預薪酬決策之空間，將削減董事會之裁量權限與其依據個案量身訂做之彈性²¹⁶；股東參與可能招致權責劃分不清，一旦股東表決同意該報酬計畫則難以在事後追究董事之責任²¹⁷；監控薪酬政策之權限將移轉至股權研究代理機構——而非股東會，蓋機構投資人與其他股東傾向於遵循、甚至盲從股權研究代理機構之建議²¹⁸。惟股權研究代理機構基於種種因素

²¹² Randall S. Thomas, Alan R. Palmeter & James F. Cotter, *Dodd-Frank's Say on Pay: Will It Lead to Greater Role for Shareholders in Corporate Governance?* 97 CORNELL L. REV. 1213, 1227 (2012).

²¹³ 周振鋒，美國 Say-on-pay 制度介紹與引進可行性之分析，政大法學評論，137 期，頁 222(2014 年)。

²¹⁴ 周振鋒，同前註，頁 233。

²¹⁵ See Fabrizio Ferri & David A. Maber, *Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK*, 17 REV. FINANCE. 527, 531 (2013).

²¹⁶ Jeffrey N. Gordon, "Say on Pay" Cautionary Notes on the U.K. Experience and the Case for Shareholder Opt-In, 46 HARV. J. ON LEGIS. 323, 329-335 (2009); Thomas, Palmeter & Cotter, *supra* note 212, at 1236.

²¹⁷ See Minor Myers, *The Perils of Shareholder Voting on Executive Compensation*, 36 DEL. J. CORP. L. 417, 419-21 (2011).

²¹⁸ Stephen M. Bainbridge, *Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II*, 95 MINN. L. REV. 1779, 1810-1811 (2011).

而存在專業、獨立性之疑慮——諸如提供薪酬表決之建議於機構投資人與股東之間，亦時常提供諮詢服務於目標公司、股權結構上對於客戶與目標公司亦經常存在利益衝突²¹⁹，故其投資建議不免帶有偏見，此將對薪酬表決產生不當影響²²⁰；部分文獻甚至直接否認經營階層「報酬浮濫」之前提假設，主張經營階層之薪酬額度是市場競爭下之正當結果，經營階層支領之薪酬與其創造之績效具有高度聯結²²¹。然而，諸多實證研究已顯示 Say on Pay 制度在抑制經營階層報酬、提升經營者報酬與績效間之聯結上發揮相當影響。舉例而言，有研究指出有關「薪酬制定程序」之提案更容易獲得股東支持、於 CEO 薪酬過高之公司亦復如是，且該等公司往往隨後即降低其薪酬²²²；亦有研究透過「證券市場之反應」論證 Say on Pay 制度能夠為薪酬結構效率較低之公司創造更高價值，於其他公司則不然²²³。

雖然在我國現行法制下可能並無引進 Say on Pay 制度之實益，蓋觀諸國際採取 Say on Pay 之潮流，均係在「董事會中心」下引入股東表決之監控機制，以遏止「董事會中心」下可能失控之代理成本。我國法制目前仍採取「股東會中心」法制，採取 Say on Pay 制度——賦予股東表決經營者薪酬之權利，無非是多此一舉。然而，本文認為「Say on Pay」制度仍能提供我國相當啟示。除了其內含之「資訊揭露」、「增進股東會與董事會溝通效率」與「定期檢視」等功能本有利於公司治理效率之增益；更重要者在於，各國發覺由股東適時介入監督「董事報酬決定」亦有一定價值，故不宜走向全然之「董事會中心」。

上開 Say on Pay 制度之發展說明我國未必須以立法強制將董事報酬決定之權限分派於董事會。以我國立法之初採取「股東會中心」與近期國際崛起之「Say

²¹⁹ See CENTER ON EXECUTIVE COMPENSATION, A CALL FOR CHANGE IN THE PROXY ADVISORY INDUSTRY STATUS QUO 7-8 (2011), <https://www.wsj.com/public/resources/documents/ProxyAdvisoryWhitePaper02072011.pdf>.

²²⁰ Bainbridge, *supra* note 218, at 1811.

²²¹ See *id.* at 1808-1810; Steven N. Kaplan, *Are U.S. CEOs Overpaid?* 22 ACAD. MANAG. PERSPECT. 5, 10-14 (2008).

²²² See Ferri & Maber, *supra* note 215, at 5; Yonca Ertimur, Fabrizio Ferri & Volkan Muslu, *Shareholder Activism and CEO Pay*, 24 REV. FIN. STUD. 535, 574-576 (2011).

²²³ See generally Jie Cai & Ralph A. Walking, *Shareholders' Say on Pay: Does It Create Value?* 46 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS (JFQA). 299 (2011).

on Pay」風潮觀之，無非是認識到全然的「董事會中心」可能過度偏向「效率」與「專業性」之追求，因此適當的注入「利益衝突防免」與「代理成本抑制」等治理需求。此說明「董事報酬決定」上，應在「股東會中心」與「董事會中心」間求取平衡。本文一向相信這個「平衡」將會因不同公司、不同商業環境而呈現相異情形，故最佳之解套方式仍是允許公司自由選擇最適合之報酬決定機制。舉例而言，較重視代理成本抑制之公司得以採取現行實務常見之作法，以股東會決定報酬總額後授權董事會以相當標準分配之；較有專業性與效率性需求之公司則得以章程全權授權董事會決定報酬，再以薪酬委員會之淨化機制防免董事攫取公司財富；甚至得以比照國際趨勢「Say on Pay」之作法，在章程授權董事會自行決定報酬後，保留股東會針對董事報酬決定之發聲管道。再者，質疑股東會中心之論者至多僅能說明董事報酬決定採取「董事會中心」之優勢與誘因，惟無法作為立法「強制」採取董事會中心之理由。本文已於前文闡釋了「功能優勢」無法推導出以立法強行採取董事會優位主義之觀點²²⁴，於「董事報酬決定」上亦能自圓其說。循此，依照本文一貫之理念——破除董事會專屬權限，縱使絕大多數企業皆認為董事報酬由董事會決定是較佳之選擇，亦不必以強行分派之方式為之，由企業自然形成亦為選擇之一。

循此，在維持現行法之結構下，本文認為我國當務之急乃否認董事報酬之決定為股東會專屬權限——將公司法第 196 條解為一種預設規定²²⁵，允許章程能夠因時制宜的調整報酬機關與授權標準。如此不啻能夠正當化現行商業實務之運作，亦得根據不同公司之需求設計最佳之報酬決定機制。

²²⁴ 詳細論述參照本章第三節第三項第二款：功能優勢與法定董事會優位主義之關聯。

²²⁵ 學說上有反對見解者主張公司法第 196 條應為強制性規定，惟其理由係為賦予董事「報酬請求權」，以貫徹董事為「有給職」之論點，故與「權限劃分」並無關聯，參照：林國全（註 184），頁 251。然而，本文認為，第 196 條之規範目的主要在於「劃分股東會與董事會之權限」，故董事是否有報酬請求權實與本條無涉，以之作為強行化之理由應無正當性。參照：曾宛如（註 188），頁 1886。



第三款 盈餘分派之決定

盈餘分派之決定權限上，應區分為「季中盈餘分派」與「期末盈餘分派」。

前者依公司法第 228 條之 1 各項²²⁶及第 240 條第 1 項與 2 項²²⁷，於章程訂明得發放季中盈餘後，由「董事會」議決「現金分派」，若盈餘發放係以發行新股為之則由股東會議決之；後者則頗有爭議，依公司法第 184 條第 1 項²²⁸、第 230 條第 1 項²²⁹之規定，權限似歸屬於股東會，蓋其得承認與決議盈餘分派議案。然而，依公司法第 228 條 1 項²³⁰與第 230 條第 1 項，復規定應由「董事會」造具盈餘分派表後送至股東會決議。從應由董事會「提出」、股東會「決議」之程序要件以觀，反而更加類似學說上所謂之「共享權限」事項²³¹。

就盈餘分派權限所涉及之爭議以觀，首先涉及之爭議為：得否由股東「主動提案」？以另一個問題來呈現此爭議，即董事會若作成盈餘分派案後交由股東會決議，股東會得否修改該盈餘分派之議案內容？有採肯定見解之論者認為從第 184 條第 1 項之文義以觀，股東會擁有決議盈餘分派及虧損撥補議案之最終權限，故於未違反相關強行規定之下，股東會應有權對於董事會所提出之盈餘分派議案

²²⁶ 公司法第 228 條之 1 規定：「1. 公司章程得訂明盈餘分派或虧損撥補於每季或每半會計年度終了後為之。2. 公司前三季或前半會計年度盈餘分派或虧損撥補之議案，應連同營業報告書及財務報表交監察人查核後，提董事會決議之。……4. 公司依第二項規定分派盈餘而以發行新股方式為之時，應依第二百四十條規定辦理；發放現金者，應經董事會決議。」

²²⁷ 公司法第 240 條 1 項與 2 項規定：「1. 公司得由有代表已發行股份總數三分之二以上股東出席之股東會，以出席股東表決權過半數之決議，將應分派股息及紅利之全部或一部，以發行新股方式為之；不滿一股之金額，以現金分派之。2. 公開發行股票之公司，出席股東之股份總數不足前項定額者，得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意行之。」

²²⁸ 公司法第 184 條 1 項規定：「股東會得查核董事會造具之表冊、監察人之報告，並決議盈餘分派或虧損撥補。」

²²⁹ 公司法第 230 條 1 項規定：「董事會應將其所造具之各項表冊，提出於股東常會請求承認，經股東常會承認後，董事會應將財務報表及盈餘分派或虧損撥補之決議，分發各股東。」

²³⁰ 公司法第 228 條第 1 項規定：「每會計年度終了，董事會應編造左列表冊，於股東常會開會三十日前交監察人查核：一、營業報告書。二、財務報表。三、盈餘分派或虧損撥補之議案。」

²³¹ 關於「共享權限」事項之介紹，參照：王文字，股東會與董事會共享之權利，月旦法學教室，44 期，頁 24-25 (2006 年)。



內容作任何調整²³²。此爭議亦繫諸於我國公司法第 172 條之 1 第 4 項第 1 款「非股東會所得決議」之解釋。若依循文義以觀，公司法將盈餘分派之決定權限賦予股東會，使其得以「決議」之，應非屬「非股東會所得決議」。

然而，肯定見解似乎立基於盈餘分派乃「股東會權限」之前提，反忽略了盈餘分派權限內含「提出權」、「決議權」等權限之區分，故應以「共享權限事項」作為討論基礎。股東得否就「共享權限事項」提案？除文義解釋下可能導出之肯定結論，我國亦不乏相關研究文獻。本文將另於後續章節撰文探討。

第二個問題是：盈餘分派權限是否為「股東會專屬權限」？從比較法以觀，英美法皆不認為盈餘分派屬於股東會之專屬權限。美國法之盈餘分派權限屬於董事會之專屬權限，並無股東會置喙之餘地，蓋其本質上屬於日常業務經營之一環²³³；英國法下公眾公司之盈餘分派權限配置類似於我國，由董事會提出後股東會議決之，惟此為模範章程之預設規定，理論上章程得將決定權限授予董事會²³⁴。我國學說上亦頗有此一趨勢，持我國法應將此權限劃歸董事會之論者主要從以下幾項幾點切入²³⁵：（一）盈餘分派具有高度專業性：盈餘分派涉及公司未來營運規劃與公司預算等考量，究竟應在公司內部保留多少資金以做為未來營運之用，涉及極其複雜之經營成果評價與商業趨勢預測，急需足夠之專業知識與對公司內部資訊的了解，而與此密切相關之盈餘分派事項似應由具備高度專業之董事會為之；（二）公司資金之運用重在彈性與效率：若將盈餘分派決策權置於股東會，相當於公司對於資金與盈餘之使用必須一年一度，此在極講求時效之商業環境下並不務實，且由於董事會並無自行決策之權，故其在股東會決議盈餘分派之前可能偏向採取較為保守之資金規劃，此對公司之營運拓展自屬不利；（三）法制面

²³² 方嘉麟，會計表冊承認制度之研究論違法盈餘分派之責任歸屬，收於：現代公司法制之新課題——賴英照大法官六秩華誕祝賀論文集，頁 407。採相同見解者參照：陳彥良，多次盈餘分派決策權限相關問題，月旦法學教室，221 期，頁 18-19 (2021 年)；陳彥良，股東會有無權限變更董事會提出盈餘分派議案之問題，月旦法學教室，118 期，頁 25-26 (2012 年)。

²³³ Bebchuk, *supra* note 47, at 847.

²³⁴ 參照第三章第三節第二項之說明。

²³⁵ 參照：方嘉麟（註 232），頁 418-422；鄧曉恩，少數股東的保護——以股東盈餘分派請求權為中心，臺灣大學法律學研究所碩士論文，頁 29-32 (2013 年)。

與實務面脫鉤：從實務運作以觀，盈餘分派議案之提出及分派方式、內容、形式都由董事會所操控，股東會多僅係橡皮圖章而不會更動董事會所提出之分派案內容，此與股東會享有最終權限似不相符；（四）大股東濫權問題：我國股東原則上未有受任人義務，在盈餘分派案上亦無利益迴避規定之適用，故大股東不僅可操縱股東會恣意為決策，亦可聯合董事在股東會上通過剝削少數股東的盈餘分派計劃，少數股東在難以保障自身權利之下只能任其宰割，而將權限授予董事會至少能以忠實義務與之相繩。

誠然，由董事會享有盈餘分派之最終權限頗具吸引力，上開見解精確闡釋大型公司中股東會決議盈餘分派之不足之處。我國立法者顯然也意識到了這點，故於2018年修法增訂公司法第240條第5項²³⁶，允許公開發行公司以章程授權董事會以特別決議為「現金分派」。經濟部函釋說明此法之修訂乃為「簡化公開發行股票之公司以現金發放股息及紅利之程序」，且董事會在章程授權下為現金分派後無須再經股東會決議同意²³⁷；此外，在章程已授權董事會發放現金股利下，董事會若未決議發放，股東會得否自行決議發放現金股利？經濟部函釋認為：「公開發行公司若依公司法第240條第5項規定以章程授權董事會以特別決議方式分派現金股利，則分派現金股利應屬董事會決議事項……公開發行股票公司章程既已依公司法第240條第5項規定明定授權董事會以特別決議方式分派現金股利，董事會即取得現金股息紅利分派之專屬權，董事會如未決議現金股息紅利分派，則該年度即無現金股息紅利分派……」²³⁸縱然立法理由與經濟部函釋對於第240條第5項之解釋僅為「簡化程序」，惟究其實質，立法者當是意識到公開發行公司實務上，盈餘分派決策有其效率、專業需求，亦涉及公司長遠利益之規劃。本項之所以僅允許章程授權董事會發放「現金股利」，係因發放「股票股利」涉及

²³⁶ 公司法第240條第5項：「公開發行股票之公司，得以章程授權董事會以三分之二以上董事之出席，及出席董事過半數之決議，將應分派股息及紅利之全部或一部，以發放現金之方式為之，並報告股東會。」

²³⁷ 經濟部108年1月22日經商字第10802400700號函。

²³⁸ 經濟部108年3月12日經商字第10800540160號函。

股權變動而影響股東權益重大，故仍應由股東會決議為之²³⁹；實則，權限以章程授權於董事會後，除非再修章將權限收回，否則股東會不得僭越當屬自明之理。

經濟部函釋認為「章程規定董事會得發放現金股利後，其即取得此一「專屬權」，股東會不得再為決議」，此見解雖然正確闡釋權限由「章程」劃分後即不得任意僭越之概念，惟以「專屬權」稱之較為不妥，蓋權限已能從股東會移轉至董事會了，自然難謂「專屬權限」。

自比較法借鏡、學說見解與我國修法趨勢以觀，盈餘分派作為「股東會專屬權限」之概念皆已破除。本文亦同此見解，蓋相比章程修訂、合併、分割等基本事項變更，盈餘分派固然亦存在代理問題，惟並非涉及終局契約階段或公司組織變更，因此董事會之利益衝突相對較小，似無賦予股東會之必要性；且該筆資金留在公司內係作擴展公司規模、實現長期利益之用，並非直接成為董事會囊中之利益，故較不會產生「重大利益從股東流向內部人」之現象，亦較無強行授予股東會之必要性；況且，由董事會決議盈餘分派至少還受到受任人義務之規制，比起由股東會決策時控制股東可能濫行剝奪少數股東盈餘分派權利之情況，由董事會職司此權限某程度更能抑制「利益流向內部人」之失衡現象。

然而，本文認為不宜因此修法將權限強行授予董事會。其一，觀諸由董事會決策盈餘分派之優勢，不外乎「效率」、「專業性」、「少數股東之保護」，惟本文已於多處一再強調：「效率」與「專業性」等功能優勢無法作為「董事會優位主義」之適格理由，於盈餘分派之決定上亦得比附援引；「少數股東之保護」倒是相當具有說服力，畢竟我國原則上並無賦予股東受任人義務，若以「董事會決策與忠實義務之規制」作為防免機制，似亦為可行的政策選擇之一²⁴⁰。當然，此理由亦面臨相當挑戰，即透過「多數股東權行使界限」之建構達到保障少數股東之效果，未必需要祭出「權限移轉」此等強烈之手段。申言之，縱股東會決議採用

²³⁹ 陳彥良，多次盈餘分派決策權限相關問題，月旦法學教室，221期，頁17（2021年）。

²⁴⁰ 曾宛如，多數股東權行使之界限——以多數股東於股東會行使表決權為觀察，月旦民商法雜誌，31期，頁32（2011年）。

之「多數決」本係以「多數股東之利益」為依歸，惟必須認知到任何人行使其權利時必有極限，於「表決權行使」亦復如是²⁴¹。舉例而言，若控制股東在決議盈餘分派案、或透過章程修改盈餘分派比例時，實質剝奪少數股東盈餘分派之權利，即有推翻此一多數決結果之正當性。準此，若得以在股東行使表決權時劃定適當之「衡平界限」，亦可達到保障少數股東之效果，由董事會決策未必為唯一手段。

其二，由股東會享有盈餘分派最終權限亦有正當性。本文雖認為盈餘分派權限不應定調為「股東會專屬權限」，惟非謂由股東議決之即毫無正當性。實則，大型公開發行公司之股東多係以盈餘分派為主要投資目的，此等經濟利益對其影響重大，蓋此為其回收投資最重要之方式。不論依傳統之「股東乃公司所有者」觀點，抑或是代理理論與契約連鎖理論所強調之「股東乃公司剩餘價值請求權人」觀點，股東皆在「盈餘分派」上居於至關重要之地位，由其享有決策盈餘分派之最終權限實相當合理；此外，諸多實證研究均表明盈餘分派凸顯了大型上市公司嚴重之代理問題²⁴²，此係由於若過多資金保留於公司而非發放於股東，董事會藉此不當擴張企業版圖、謀取個人私益之可能將大幅增加。雖然本文述及盈餘分派不若其他基本事項變更如此重大，惟終究存在著相當利益衝突與代理成本。此外，盈餘分派之內容某程度亦非單純的「經營決策」，而與「投資決策」息息相關，故股東之功能性劣勢與理性冷漠應不如想像中明顯。凡此種種皆係適宜由股東會決策之特質。

準此，本文認為應全面破除盈餘分派為「股東會專屬權限」之理念。盈餘派權限之歸屬應訴諸公司章程，由其自由選擇最適合之決定機關。我國公司法全盤修正委員會亦提出類似修法建議，其對於盈餘分派決定機關之建議為：「盈餘分配（不分現金或股票）由董事會決議，並於決議後一定期間內通知股東，但章程可約定由股東會決議。並應增加少數股東救濟機制，避免董事會長期不分派盈餘。」

²⁴¹ 曾宛如，同前註，頁35-36。

²⁴² Bebchuk, *supra* note 47, at 901-907.

²⁴³此修法建議乃以「預設規定」之方式將盈餘分派權限授予董事會，而得由章程規定應由股東會決議，實際上即貫徹了本文一貫之態度——權限劃分聽任章程自治，此點誠值贊同。惟修法建議之預設機關為「董事會」，本文認為頗有討論空間。雖然修法建議乃更貼近現行商業實務之運作，蓋董事會實質掌控了所有盈餘分派案，然其似未考量到股東對於「盈餘轉增資」（股票股利）可能受到之影響。申言之，現行法之所以仍堅持公開發行公司之「盈餘轉增資」權限歸屬於股東會，係由於新股之發行可能稀釋股東原有股權，對其影響甚鉅。本文認為若股東會自願將此等權限交由董事會，並無不許之理，惟宜透過章程將權限從「股東會」移轉至「董事會」，較能合理說明股東會係自願放棄此等「保障」。循此，公司法全盤修正委員會之修法建議將董事會定調為盈餘分派之預設機關，本文認為在「現金分派」之部分並無不妥，惟於「盈餘轉增資」之部分則抱持懷疑態度。最後，在尚未更動現行法之情形下，公司法既仍規定股東會享有盈餘分派權限，不妨將第 184 條、第 230 條等規定解為預設規定，允許章程自由決定權限機關，如此亦能達到預期效果。

第六項 再探我國法之董事會專屬權限

第一款 概說——全然破除董事會專屬權限之正當性

我國實務見解與諸多文獻普遍主張董事會專屬權限乃公司法明文「應經董事會決議」之事項。循此，無論透過章程修訂、特別股抑或是股東協議，股東會均不得僭越此等權限。前文已然說明，本文並不贊同美國法廣泛承認經營事項為董事會專屬權限之政策選擇，欲在英國法之「全然破除」與我國實務、瑞士法之「有限度保留」之間取捨。於此部分，本文進一步分析並得出理想化之結論：我國宜

²⁴³ 公司法全盤修正修法委員會（註 12），頁 1-116~1-119。

揚棄過往傳統見解，採取英國法之路徑。

誠然，若以文義與體系解釋以觀，似乎相當容易推導出我國實務見解之立場。公司法部分條文在規範一定事項後，可能載有「除章程另有規定」或類似意涵之文字²⁴⁴，惟綜覽公司法中賦予董事會權限之規定並無類似文字。反面解釋之下，似乎意味著此等權限專屬於董事會而不得以任何方式調整。

然而，此解釋路徑似乎過於流於形式，蓋其結論不僅未有比較法之支持，亦缺乏具有實質內涵之法理基礎。舉例而言，為何「發行公司債」與「發行新股」等事項應專屬於董事會？難道此等事項不由董事會執掌決策將致公司與股東蒙受無可挽回之損失，以至於不得不由董事會獨攬？抑或是這些事項普遍為一般日常經營事項，故不應由股東會插手干預？姑且不論本文一再質疑「效率」與「專業性」無法作為承認董事會專屬權限之適格理由，本文亦於前開「強行規定」之反思中提出，董事會權限規範強行化之論點實無堅強論據。

實則，若欲探討應否允許公司自由變更某項權限之分配，以「機關行使該權限」之正當性為標準可能更具說服力，這顯然取決於「個案性質」的差異，非以概括劃歸「權限種類」即可處理。舉例而言，某些新股發行可能涉及股東權益、董事利益衝突甚鉅；某些新股發行卻僅是極為平凡的一般日常營運行為。這兩種情形本質為同一權限種類之行使，牽涉的利益與價值卻截然不同，決策之「最適機構」顯然也有所差異，故單以「發行新股」作為權限劃分之界限自然過於僵化。準此，以公司法明文之「權限種類」作為董事會專屬權限之範圍並不適宜。

²⁴⁴ 舉例而言，公司法第 13 條第 2 項規定：「公開發行股票之公司為他公司有限責任股東時，其所有投資總額，除以投資為專業或公司章程另有規定或經代表已發行股份總數三分之二以上股東出席，以出席股東表決權過半數同意之股東會決議者外，不得超過本公司實收股本百分之四十。」；公司法第 209 條第 4 項：「前二項出席股東股份總數及表決權數，章程有較高之規定者，從其規定。」；公司法第 167 條之 2 第 1 項：「公司除法律或章程另有規定者外，得經董事會以董事三分之二以上之出席及出席董事過半數同意之決議，與員工簽訂認股權契約，約定於一定期間內，員工得依約定價格認購特定數量之公司股份，訂約後由公司發給員工認股權憑證。」；更有甚者，公司法第 240 條第 5 項：「公開發行股票之公司，得以章程授權董事會以三分之二以上董事之出席，及出席董事過半數之決議，將應分派股息及紅利之全部或一部，以發放現金之方式為之，並報告股東會。」更明確的指出公開發行公司之現金股利分派權限得以「章程」分配於董事會。

在否定以「權限種類」作為區分基礎之正當性後，是否應從「個案性質」出發，以實質、抽象的判斷標準建構「董事會專屬權限」？我國晚近有提出類似見解之論者，主張應「個案判斷」公司法第 202 條以章程分派權限之界限，諸如「事項影響重大性」、「是否涉及控制權歸屬或經營權爭奪」、「是否是對外日常營運之一環」等參考標準²⁴⁵；美國學者針對美國法下「辦事細則」爭議所提出之類型化標準——諸如「治理事務/經營決策」、「日常事項/基本事項」等²⁴⁶，亦是在為「適合」與「不適合」由股東會決策之事項建構合理的抽象標準。

此見解似乎相當有說服力，蓋吾人得以相當彈性地將各種有利、不利於股東會決策之元素綜合權衡，而適切的判斷在該個案中由股東會將權限收歸於己究竟適不適當。舉例而言，前文曾述及之三種情形能夠提供股東會將權限收歸於己之正當性：（一）影響股東投資風險甚鉅；（二）董事具有利益衝突；（三）決策具有「投資性質」；若考量董事會之功能性優勢，則能合理推論出「專業性」、「效率」與「日常經營事務」皆是不利於股東會享有權限之要素。然而，基於以下理由，本文認為「個案判斷」為亦非最適切之路徑。

其一，以抽象標準綜合判斷勢必產生「界線模糊」之弊。誠然，以各種要素綜合權衡能較精準地貼合事物本質與股東會之功能性，從而排除「不適宜」由股東會決策之事項。然而，公司事務往往雜揉了諸多不同利益與特質，使得「定性」與「評價」變得極不可能。以董事會建置敵意併購防禦措施為例，諸多情形觀其表面可能被評價成日常的經營活動²⁴⁷，惟其所涉之利益衝突、代理成本不言而喻，似乎將其評價成一種「治理事務」也頗具正當性²⁴⁸。究竟一項決策應如何被定性？

²⁴⁵ 參照：方嘉麟，論股東會與董事會權限之劃分：對經營權爭奪之影響，收於：財經法新課題與新趨勢，頁 44-45（2011 年）。

²⁴⁶ See Jeffrey N. Gordon, *Just Say Never? Poison Pills, Deadhand Pills, and Shareholder Adopted Bylaws: An Essay for Warren Buffett*, 19 CARDOZO L. REV. 511, 546-551 (1997); John C. Coffee, Jr., *The Bylaw Battlefield: Can Institutions Change the Outcome of Corporate Control Contests?* 51 U. MIAMI L. REV. 605, 613-615 (1997).

²⁴⁷ See Lawrence A. Hamermesh, *Corporate Democracy and Stockholder-Adopted By-Laws: Taking Back the Street?* 73 TUL. L. REV. 409, 441 (1998).

²⁴⁸ See Coffee, *supra* note 246, at 614-615; Gordon, *supra* note 246, at 548-551.

以抽象標準鑑別勢必凸顯無數難以釐清之模糊界線，且永遠可以為相反立場找到更有力之論據。事實上，此問題早在美國法案例中浮現出來，*AFSCME* 案雖然提出「程序」與「實質」之區分，惟無論立基於「程序面向」或是「實質面向」之立場，似乎都能夠在「公司補償股東費用」上提出有力之解釋²⁴⁹；同樣情形亦發生於 *Trinity* 案，只要法院願意，似乎也很容易就能說明「危險產品監控與報告」之提案具有重大性、且本質上為一種治理方案，故不應純然著眼於其可能左右公司之產品營銷方針²⁵⁰；由此可知，權限分配之類型化標準固然彈性多元，惟其抽象性與公司事務之多樣性使其注定無法明確劃分股東會與董事會之權限分野²⁵¹。再者，在以各種元素「評價」之際，決策事務具備之複雜特性將成為極大困境。舉例而言，「專業性」、「效率性」、「代理成本抑制」等要素在權衡時之比重為何？在我國公司法尚未產生明確價值取捨以前，這些要素的衡量勢必相當浮動，且極取決於個人主觀價值判斷。更甚者，縱係日常營運之決策，亦會因事務之不同而摻雜著相異程度之代理成本與利益衝突，更加凸顯權衡之不確定性與困難性。

其二，以抽象標準個案判斷將侵蝕「法安定性」與「交易安全」。由於章程乃公司登記事項，章程適法與否應先經過主管機關經濟部之「事前許可」²⁵²，並接受法院之「事後審查」。以不確定性之法律概念作為法律要件本即隱含著法安定性之疑慮，此固非公司章程所獨有，惟由公司章程所衍生之法律風險可能加劇。首先，經濟部在以各種抽象判斷標準評估權限分配條款之適當性時，不僅有「法律專業」上之疑慮，亦極有可能扼殺有效率之分配條款。詳言之，前文已述及類型化標準之可操作性相當虛幻，遑論法律專業相對較低之經濟部是否能夠適切評價、解釋各種要素在某一條款上所發揮之作用。長此以往，許多實際上具有效益

²⁴⁹ 參照本文在美國法辦事細則爭議之 *AFSCME* 案中之論述。

²⁵⁰ 參照本文在美國法股東提案權之 *Trinity* 案中之論述。

²⁵¹ Hamermesh, *supra* note 247, at 428-444. Hamermesh 教授於文中指出 Coffee 教授所提出之四組類型化標準「日常事項/基本事項」、「積極指令/消極限制」、「實質面向/程序面向」、「業務決策/治理事務」已是試圖建構合理界限之最佳嘗試，然而仍舊欠缺可預測性與邏輯一貫性。

²⁵² 無論是以「修訂章程」置入權限分配之條款，或是以「特別股」方式變動公司之權限劃分，皆需變更章程，故皆須經過經濟部之認可。

之權限分配條款可能在一開始就被經濟部否決而無法受到市場之檢驗，此不僅扼殺特定公司採用「客製化條款」以謀求更高經濟效益之機會，亦可能因經濟部操作抽象標準之不確定性，促使企業傾向於採用保守、既有之治理條款，而非更有效率之創新嘗試；再者，經濟部與法院之價值判斷可能不同，其見解之差異將會帶來極大之不確定性與不可預見性，蓋縱使條款通過了經濟部之事前許可，仍可能面臨「法院」事後認定無效之法律風險，此將使公司在創新治理條款時必須花費極高之交易成本；最後，亦是最重要的一點：以抽象標準認定董事會專屬權限對於「交易安全」危害甚鉅。舉例言之，若公司透過章程將某一事項之權限分配於股東會，公司本於股東會作成之決議與他公司為交易行為，惟嗣後法院認定該事項屬於董事會專屬權限而不適宜由股東會決策，繼而宣告該章程條款無效，則本於該股東會決議所作成之交易行為效力如何？顯而易見的，在我國實務見解尚未完全脫離「連動效果」之概念下²⁵³，此交易行為之效力將會打上大大的問號，交易安全之危害於焉而生。雖然內部瑕疵「連動」使外部交易效力存疑之問題並不止於「權限分配條款」，惟以抽象標準劃定董事會專屬權限，藉此認定「權限分配條款」之適法性顯然會使交易安全陷入更大之危機，蓋無論是本公司或是交易第三人，皆會因為法院操作抽象標準時的不確定性與不可預測性而使法律風險大幅增加。此法律風險更因「商業行為」之本質而顯得急迫，蓋大型企業之商業行為涉及之利益動輒天價。相比之下，現行實務所採取以「法定權限種類」作為區分標準之作法可能還更好一些，因其至少揭露出明確且固定之標準，使交易安全獲得相當之保障。準此，為因應抽象標準所帶來之交易安全問題，公司不是在

²⁵³ 雖然通說提出「不連動」之見解，晚近實務見解亦意識到了「連動效果」產生之弊害，然而仍有部分實務見解仍未擺脫「連動說」之內涵。參照：曾宛如，公司內部意思形成之欠缺或瑕疵對公司外部行為效力之影響：兼論董事（長）與經理人之代表權與代理權，臺灣大學法學論叢，47卷2期，頁712-730（2018年）；徐聖評，董事會內部瑕疵與外部效力影響之實證研究，軍法專刊，64卷6期，頁108-125（2018年）。另參照：臺灣高等法院98年度上更（三）字第62號民事判決、最高法院101年度台上字第280號民事判決。前者說明「董事會決議」乃增資發行新股之要件，若董事會無決議則發行新股自屬無效；後者說明「股東會特別決議」乃處分重大資產之生效要件，若欠缺此一要件亦屬無效。兩判決之態度可說明本文所舉案例之不確定性，蓋章程條款被認定無效即是自始無效，則決策機關亦自始即為董事會，故該決策行為因缺少了「董事會決議」之要件而屬無效。

事前就花費極高之交易成本排除法律風險，就是自始即不願意採用創新之權限分配條款，此當然不樂見於公司治理市場之革新。



其三，以抽象標準建構董事會專屬權限仍會壓抑企業自治。為何企業不得在自行衡量各種利益後決定內部權限分配，反須交由司法機關代替其進行妥適性的判斷？一如本文不斷強調者：每個企業都有相異的最適治理結構。機關之「權限劃分」亦復如是，故應盡可能的否定董事會專屬權限之存在。然而，即使否定我國實務以「法定權限種類」作為建構標準、轉向以更符合事物本質之「抽象標準」，實質上亦不當剝奪了企業之自治空間。由於在建構董事會專屬權限時，勢必係由主管機關（經濟部或金管會）與司法機關（法院）來審查是否僭越了此等權限。此疑慮除了上文所提及之標準模糊以外，最重要者仍係：無論係主管機關或司法機關均不太可能比企業更了解自己的需求。申言之，究竟何事具有高度專業與效率需求、何事需要事前防免經營階層之濫權行為，渠等都不可能比企業更加了解；縱能夠正確評估某決策事項之各種面向與特質，亦不表示其判斷能適切符合企業的治理與經營需求。此外，姑且不論渠等在利益衡量上屈居劣勢，縱企業自己主動採用價值減損之決定似亦無不可，蓋此即為市場競爭之一環：效益較差之企業將被市場汰除。最後，從宏觀利益之角度以觀，創新條款在被市場機制評價之前均難以顯示其是否有價值，准許各種形式之條款正好能夠讓市場一一檢驗其創造效益之潛力，有利於其他企業觀摩與借鏡，從而促成治理市場之活化²⁵⁴。

準此，本文認為我國應採取英國法之路徑——否認董事會專屬權限。與此同時，本文欲進一步針對三種權限是否具有成為「董事會專屬權限」之正當性加以評析——我國實務極其強調之「經理人任免與報酬事宜」與「發行新股」、及我國學術論著甚豐之「共享權限事項提案權」。

²⁵⁴ See Smith, Wright & Hintze, *supra* note 109, at 170-175.



第二款 經理人之任免與報酬

首先論及經理人之任免與報酬事宜。為數不少之實務見解特別強調此一事項乃董事會之專屬權限，故股東會不得越俎代庖²⁵⁵，惟所持論據均為此係公司法第29條第1項之明文規定，並未提供更深入之論證，例如：除卻法律規定，為何經理人之任免與報酬事宜應「專屬」於董事會？

自國際潮流以觀，透過任免與薪酬決定來監督經理人被普遍認為係董事會之重要功能之一。OECD 於 2023 年發布之「公司治理原則」(G20/OECD Principles of Corporate Governance) 於 V.D.4. 節中說明：董事會主要功能之一乃選任、監控經理人之營運績效，並確保其經營行為與董事會之所擬定之營運方針相一致；必要時董事會應將其解任，並審查其空缺之繼任計畫，以確保業務之連續性²⁵⁶。

若欲為肯定面向尋求有力論據，經理人之本質乃自董事會「授權」而來應可提供一定正當性。按大型公司為因應龐雜之營運事務與監控問題，董事會遂將其經營業務之權責部分「授權」於高階經理人，並監督其績效，高階經理人亦向下層比照此等「授權」與「監督」，因而公司之經營決策與執行向下形成分層負責之結構²⁵⁷。有鑑於此，經理人乃董事會基於商業需求而尋來之業務經營輔助人，其業務執行權之權力來源正可透過「董事會之選任」予以正當化²⁵⁸。循此，經理人之任免與報酬事宜「專屬」於董事會頗有說服力，蓋本質上為「董事會」將其權限授予於經理人以協助其經營業務，經理人之「任免」、「報酬」厥為董事會監

²⁵⁵ 參照：經濟部 94 年 8 月 2 日經商字第 09402105990 號函、經濟部 94 年經商字第 09402040120 號函、經濟部 93 年經商字第 09302133310 號、臺灣高等法院臺南分院 111 年度上字第 86 號判決、臺灣高等法院 102 年度重上字第 53 號判決、臺灣高等法院 99 年度上易字第 470 號判決。

²⁵⁶ OECD, G20/OECD PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE 37 (2023), <https://www.oecd-ilibrary.org/deliver/ed750b30-en.pdf?itemId=%2Fcontent%2Fpublication%2Fed750b30-en&mimeType=pdf>.

²⁵⁷ See Bainbridge, *supra* note 38, at 28-29. 此觀諸德拉瓦州公司法第 141 條(a)項與模範商業公司法第 8.01 條(b)項皆可得知，其等規定公司之經營權限應由董事會或在董事會之指示下行使係體認到董事會不可能獨自包攬公司全部的營運事務，故有「向下授權」之必要，且被授權之經理人自應遵照董事會之指示，並受其監督。

²⁵⁸ 曾宛如，公司經理人之功能與權限，臺灣大學法學論叢，36 卷 4 期，頁 130 (2007 年)。

督經理人之方式，殊難想像董事會在尋求經理人輔助其經營業務之際，自己卻不得職司監督功能。此論點不因採取「代理理論」或「契約連鎖理論」而有區別。於後者較無疑義，蓋董事會之權限乃法律賦予，其若欲授權於經理人，由其專職監督之權責乃自明之理；於前者，董事之權限乃股東授權而來，經理人之權限乃董事會「轉授權」而來，我國公司法第 29 條之所以設計應有章程規定，應係以此表達股東同意此種「複委任」²⁵⁹。然而，股東同意複委任之機制並不表示經理人之權限源自於股東，以轉授權之角度以觀，經理人仍係向「授權者」董事會負責，故依舊難以想像「授權者」與「監督者」分離之情形。再者，若股東會得以決定經理人之任免與報酬事宜，可能形成「經營團隊」之內部扞格，進而出現公司營運不協調、效率低落之問題。申言之，股東會所選任之董事與其所選任之經理人可能存在價值差異，若董事無法自行擇定能與其協調、配合之經理人，營運績效極有可能下滑。準此，由董事會掌控經營團隊之組成與監控似乎才能確保經營目標之一致性及經營權限之妥當分配。總而言之，若從經理人之存在乃董事會為因應經營需求所委任之角度以觀，其任免與報酬等事宜由董事會「專屬」應具有正當性，蓋此乃「授權」與「監督」之本質。以白話而言，則係：公司各種事務之權限即使應由股東會透過章程自由分派，惟但凡某種權限已授予董事會，其欲將權限授予何者、如何職司監督皆無外人干預之空間。

從否定面向以觀，經理人之任免、薪酬決定亦是企業自治之一環，若某企業認為經理人之事宜由股東會或特定股東議決能創造更大效益，似無不許之理；再者，從委任契約並非存在「董事會與經理人」之間——而係存在「公司與經理人」之間觀之，董事會僅是作為一個「代表公司」委任經理人之機關，若改由「股東會」作為處理此等事務之機關似亦無不可。此外，我國公司法第 29 條第 1 項第 3 款之所以規定應由董事會決議經理人之任免與報酬事宜，原因可能係基於現實所需，蓋規模較大之股份有限公司發展出股東、董事會、經理人之「三層次」架

²⁵⁹ 曾宛如，同前註。

構較為務實；相較而言，規模相對較小之有限公司、無限公司則是依循股東、經理人之「二層次」架構，蓋其在無迫切之實務需求下，將權限交由股東更能反映「本人」之意志²⁶⁰。循此，公司法將此權限分派於董事會之理由似乎仍係基於董事會之「功能優勢」，依照本文一貫之理念，此無以正當化董事會之專屬地位。

本文認為，我國公司法允許股東會干預經理人之任免與報酬事項一事透露出些許端倪，此或許可作為否定面向之正當性來源。公司法第 29 條 1 項之規定經理人之設置需有「章程」規定，惟章程在授權公司設置經理人之際，得否一併規定經理人之「資格要件」與「報酬上限」？本文認為並無不許之理。理由在於：公司法要求經理人設置應有章程明文授權，或許不僅是為了表彰股東同意此等「複委任」，將此機制解釋為一個股東自行「抑制代理成本」之可能方式亦不為過。申言之，於立法之初，立法者之設想是否僅是強制公司透過章程明定，以確認其「得」設置經理人？採取如此狹義之解釋頗有故步自封之嫌，使法規之形式意義遠大於實質意義，故實無堅強理由將本條「章程規定」之功能限縮於消極的「同意」，而不包含積極的「監控」。以「資格要件」為例，此可能包含「持股數」、「學歷」、「經營專長」與「是否兼為其他公司內部人」等，此等特質與「代理成本」、「股東投資期待」、「競業禁止問題」息息相關，由股東會透過章程進行規制頗有正當性²⁶¹；以「報酬上限」為例，近期盛行之 Say on Pay 潮流已然說明國際間極為重視「經營階層」報酬浮濫所衍生之代理問題，由章程規定報酬總額上限、以此防範經營者間相互自肥誠有論據支持²⁶²。此外，公司法第 31 條第 1 項與第

²⁶⁰ 曾宛如，同前註，頁 129。

²⁶¹ 採類似見解者參照：黃柏嘉，股份有限公司股東會與董事會權限劃分——論章定股東會權限範圍，政治大學法律學研究所碩士論文，頁 130（2011 年）。

²⁶² 理論上，由董事會議定經理人之報酬較不會有「董事議決自身報酬」之自肥問題。然而，備受重視之「經理人權力理論」(Managerial Power Approach) 說明經理人對於其報酬有實質上之權力與影響力，且其所能獲得之利益與其權力息息相關。See Lucian Arye Bebchuk & Jesse M. Fried, *Executive Compensation as an Agency Problem*, 17 J. ECON. PERSPECT. 71, 77-78 (2003). 此外，我國經理人與董事間多關係友好，亦有許多企業為經理人係由董事兼任之特殊結構，本於經理人權力理論與經營經層間之情感聯繫，經理人之報酬有浮濫問題絕非無稽之談，而透過「股東監督」遏制此代理問題為可行之解決方式之一。參照：張心悌，公開發行公司高階經理人報酬決定與監督之研究，臺北大學法學論叢，58 期，頁 24（2006 年）。

2項亦說明公司章程得對經理人之權限範圍進行調整²⁶³。

前揭法規之解釋透露出「章程」對於經理人之事宜可發揮一定之「控制作用」，蓋資格要件與報酬上限將會實質干預董事會對於經理人任免與薪酬決定之自由，經理人之職權限制則會影響董事會下放權限之範圍。由此可見，董事會對於經理人之監督權限某程度已非居於「專屬」地位。本文認為，與其在章程之「控制功能」上界定何者適法、何者僭越董事會專屬權限而屬無效，直接否認經理人事宜乃董事會專屬權限似亦為可行之選擇之一²⁶⁴，蓋此能避免劃定界限時標準可能流於模糊之弊。須強調者為，否認經理人事宜乃董事會專屬權限並不意味著整個「任免」與「報酬」之決策權限均會移轉至股東會；相反地，此概念更重要的意義在於其賦予股東透過章程「監督」經營階層之管道。就大型公司而言，無論是在想像或實務上，此機制皆極不可能使整個經理人事宜之決定權限從董事會移轉至股東會，較可能之情形乃章程載有經理人「任免」與「報酬」之一定限制。

當然，本文對於直接破除董事會有關經理人事宜之專屬地位仍頗有遲疑。從現實層面以觀，實難想像大型公開發行公司之股東會有專業能力達成監控經理人之目的。似乎只有「授權者」——董事會，始有能力設計出足以與績效連結、保留與吸引經營長才之契約內容²⁶⁵、亦始有能力針對授權之內容實行監控。或有論者可能質疑本文之一貫立場——功能優勢難以作為董事會中心法制之正當理由，何以在經理人事宜就無法比附援引？惟吾人需理解：經理人事宜所需之專業性門檻更甚於「董事薪酬之議定」，若股東會決定董事之薪酬已然漸漸失卻正當性，更複雜之經理人事宜之權限歸屬似乎不言而喻。有鑑於此，本文固然傾向英國法之路徑，惟若逕行允許股東會得以透過章程將經理人薪酬與任免之決策權限收歸於己，似乎仍顯得過於大膽與激進，且難以與我國商業實務現狀契合，故現階段

²⁶³ 縱經理人之權限範圍有否「法定固有權限」存在爭議，惟自公司內部而言，章程得調整與限制經理人之權限範圍洵屬的論。

²⁶⁴ 論者有認為章程雖得規定「資格要件」與「報酬上限」，惟經理人任免與具體報酬之「最終決定權限」仍專屬於董事會，章程所載之限制不得完全架空此等權限。參照：黃柏嘉（註 261），頁 130-132。

²⁶⁵ Gordon, *supra* note 216, at 329-335.

宜僅允許股東會透過章程「施加條件或限制」。「決策權限移轉」之構想則仍需時日醞釀，待相關見解發展成熟、股東會之劣勢得以改善之際始有探討實益。



第三款 發行新股

「分次發行新股」則是另一個司法實務一再重申之董事會專屬權限²⁶⁶。以法律明定之權限歸屬而言，發行新股得依是否增加章程所定授權資本而區分為「分次發行新股」與「增資發行新股」。在我國採取授權資本制下，前者之權限依公司法第 266 條第 1 項與第 2 項歸屬於董事會²⁶⁷，由其視公司營運之需求自由斟酌是否發行與如何發行，無須經過股東會之同意；後者因發行新股後將逾越章程所定之授權資本總額，必須「修改章程」提高授權資本額始得再行發行，故程序上應取得兩機關之同意——即「股東會」修改章程與「董事會」決議發行新股。惟應注意者為公司法特別規範之「特殊之發行新股」，此指涉公司為履行其特定義務、或因其他特殊事由而對特定人發行新股而言，並非完全以籌措企業資金為目的²⁶⁸。在權限歸屬上，除「盈餘轉增資」、「公積轉增資」與「發行可轉換公司債」、「發行限制員工權利新股」、「私募」等，法律普遍將「特殊之發行新股」權限歸屬於董事會而毋須股東會同意²⁶⁹。

就「分次發行新股」而言，此為實務見解主要認為屬董事會專屬權限之態樣，支持此論點之理由可能有二：(一) 此為授權資本制之本質；(二) 基於籌措資金

²⁶⁶ 如最高法院 98 年台上字第 795 號判決、臺灣高等法院 98 年上更（三）字第 62 號判決、臺灣高等法院高雄分院 104 年度重上更（二）字第 16 號判決、臺灣高等法院 104 年度重上字第 658 號判決、臺灣高等法院 101 年度上字第 478 號判決。

²⁶⁷ 公司法第 266 條第 1 項：「公司依第一百五十六條第四項分次發行新股，依本節之規定。」；同條第 2 項：「公司發行新股時，應由董事會以董事三分之二以上之出席，及出席董事過半數同意之決議行之。」

²⁶⁸ 公司法所訂之特殊之發行新股包含「盈餘轉增資」（第 240 條第 1 項）、「員工酬勞發放」（第 235 條之 1 第 3 項）、「公積撥充資本」（第 241 條第 1 項）、「股份交換」（第 156 條之 3）、「可轉換公司債」（第 262 條）、「認股權憑證」（第 268 條之 1）、「以股份合併方式減資換發新股」（第 279 條第 1 項）、「公司合併分割發行新股」（第 267 條第 8 項）、「限制員工權利新股」（第 267 條第 9 項）等；證交法所訂之特殊之發行新股則包含「強制股權分散」（第 28 條之 1 第 1 項）、「私募」（第 43 條之 6 第 1 項）。

²⁶⁹ 當然，若特殊之發行新股將逾越授權資本額，則仍需經過修改章程此一程序。



之便利性，具有功能優勢之董事會自然責無旁貸。

第一，我國從「法定資本制」轉為「授權資本制」之立法趨勢昭示了新股發行權限由股東會移轉至董事會之圖像²⁷⁰，此似乎得以提供新股發行權限由「董事會專屬」一定之論據²⁷¹。然而，「授權資本制」之本質是否能夠適切說明分次發行新股之權限由董事會「專屬」之原因？本文認為頗有疑義。首先，由董事會「發行新股」似乎僅是授權資本制之必然結果，以「董事會專屬權限」無法精確描述此等權力分配之本質。授權資本制下，股東會若無意授權董事會分次發行新股，得以「修訂章程」加上「全額發行」之方式，無須在章程中留有未發行之授權資本。故股東若透過章程採用授權資本時，本意似乎即是將發行新股之權力授予董事會²⁷²。前開脈絡乃授權資本制之必然結果，未能說明由董事會「專屬」之必要性與正當性。再者，論者或謂，若採取授權資本制，再將新股發行權限分派於股東會並無實益。惟本文認為縱採授權資本制，想像上仍有將新股發行權限交由股東會之可能。其一，股東得以臨時動議要求增資避免遭到董事會之掣肘，此係出於股東若依循「修改章程」加上「全額發行」之方式實行增資將面臨一定風險，蓋議案是否提出實際上操控於董事會手中²⁷³；其二，以「章程修訂」加上「全額發行」實行增資畢竟需要經過修訂章程此等「特別決議」，惟若允許股東會以「普通決議」在授權資本內增資，即得以說明允許其在授權資本內發行新股之實益。最後，授權資本制之本質即隱含著此權限並非「專屬」於董事會之概念。按授權資本制指涉公司成立時發起人僅須就章程所定資本各認一股以上即得成立公司，且成立之後公司董事會亦可彈性地視公司資金需求於章程授權資本範圍內決議

²⁷⁰ 朱德芳，論公司法下董事會發行新股之權限與責任——以公司法第一五六條第五項股份交換制度為核心，兼論股東優先認股權之存廢，政大法學評論，115期，頁154-155（2010年）。

²⁷¹ 臺北地方法院100年度訴字第4775號民事判決：「公司發行新股時，應由董事會以董事三分之二以上之出席及出席董事過半數同意之決議行之，公司法第266條第1項、第2項定有明文。即公司發行新股係屬董事會之專屬權，無論分次發行新股或發行增資後之新股，均應由董事會以特別決議方式議決之，此係基於授權資本制特質，將公司發行新股之事務專責由董事會決定，以便適時籌措公司營運資金。」

²⁷² 曾宛如，違法發行新股之效力：自董事會決議瑕疪論之，月旦裁判時報，9期，頁105-106（2011年）。

²⁷³ 曾宛如，同前註。

發行新股，而無需經變更章程之繁複程序，故此制等同於由股東透過章程授予董事會發行新股之權限²⁷⁴。申言之，我國從過往「法定資本制」過渡至「授權資本制」之轉變，修法趨勢意在股東與公司之便利²⁷⁵，蓋股東會得從「決議機關」轉變至「授權機關」，並得設立上限劃定董事會之權限範圍與預測自身股權稀釋之程度。循此，從股東可調控「授權資本」來決定董事會發行新股之上限、以此達成促進營運效率與監控經營階層之目的觀之²⁷⁶，董事會享有發行新股之權限乃基於股東之「授權」，自然與董事會之「專屬」權限之概念不相符合²⁷⁷。

第二，學說與實務見解對於分次發行新股之權限歸屬於董事會之闡釋——其得隨時視市場與資金需要，迅速籌措公司所需資金²⁷⁸，並非此權限「專屬」於董事會之適格理由，蓋本文並不認為「功能優勢」能正當化董事會專屬權限之存在。

縱認為「功能優勢」之論理言之成理，亦難以適用於所有分次發行新股之情形。詳言之，若權限授予董事會之主要目的為「便利籌資」，則其所預想之發行新股態樣應是「日常營運行為」。然而，發行新股之目的與達成之效果絕不僅止於「日常營運」，將權限不區分情形地授予董事會亦因此缺乏正當性。舉例而言，論者有以同為發行新股之「股份交換」為例，說明股份交換制度之效果得涵蓋公司營運過程中最基本、最單純之一般日常決策行為，如單純的公司理財行為，到代理成本最高、利益衝突最大、影響公司價值增減最深的公司控制權移轉交易，惟此實施之目的與結果早已遠遠超越立法初始之預想——使公司因股份交換而

²⁷⁴ 柯芳枝（註 73），頁 147；王文字，公司章程之定位與資本制度之改革，法令月刊，54 卷 10 期，頁 42（2003 年）。

²⁷⁵ 修法係為解決法定資本制下資金閒置、資金取得缺乏彈性與效率之弊病。有關「法定資本制」與「資本不變原則」之缺陷與檢討，參照：柯芳枝，同前註，頁 146；王文字，同前註，頁 43-45；林仁光，資本維持原則之重新檢視，台灣本土法學雜誌，33 期，頁 48-49（2002 年）。

²⁷⁶ 股東透過授權資本額抑制代理成本之詳細探討，參照：朱德芳，論公開發行公司之資本結構重組與公司治理：以形式減資與私募增資為核心，臺灣大學法學論叢，37 卷 2 期，頁 93-94（2008 年）。

²⁷⁷ 另參酌英國法之規範，CA 2006 第 551 條(1)項與(8)項說明：董事享有「發行新股」、「附認股權證券」、「可轉換證券」之權限源自於章程或股東會決議之授權。See Companies Act 2006, s. 551(1), 551(8).

²⁷⁸ 王文字（註 8），頁 573；廖大穎，公司法原論，增訂 5 版，頁 281（2009 年）。

相互持股，從而取得他企業之有利資源²⁷⁹。循此，論者參酌比較法後，根據各種股份交換之動機下所涉及股東與經營階層間之利益衝突態樣，將股份交換區分成四種類型，並賦予相異之權限劃分理念：（一）涉及公司控制權移轉者：我國股份交換制度未有發行上限，故理論上若股份交換之股數足夠，確實能夠達到控制權移轉之效果。按各國公司法面對涉及控制權重大變動等併購行為時，多規定應經股東會決議，此乃出於公司面臨「終局契約階段」時所衍生之利益衝突與代理成本。準此，股份交換若能達到類似併購之效果，實應比照此等權限劃分理念²⁸⁰；（二）敵意併購防禦措施：由於我國股份交換制度排除股東新股優先認購權之適用，故經營階層得以股份交換稀釋特定股東持股，此為十分有效且迅速之敵意併購防禦措施。敵意併購防禦措施之權限歸屬固有不同意見，且均有學術文獻與各國法制之背書，惟論者從我國訴追董事責任之法制之不完全以觀，認為若股份交換涉及敵意併購防禦措施，由股東會決策仍較具有正當性²⁸¹（三）關係人交易：由於股份交換涉及本公司與他公司之股份評價問題，其複雜性使內部人有較大之空間與誘因操縱不法交易。同時，我國利益衝突之淨化機制與獨立董事制度是否能夠抑制代理成本亦有待時間檢驗，故若股份交換為達成特定條件之關係人交易，應經股東會決議通過；（四）日常營運決策：此為立法者引進股份交換制度之預想目的，由董事會管理此事務確能促進營運效率與專業。至於日常營運決策之股份交換可能形成之「股份價值稀釋」問題，其參酌紐約州最高法院之見解，建議賦予董事會獨立之裁量權，惟其若以「低於股份真實價值之價格」發行新股，將加重其受任人義務與舉證責任，無論是否有股東新股認購權之適用。論者之所以採取此種見解，乃出於其得兼顧公司營運之效率性與股東權益與期待之維護²⁸²。

前文論點頗值參考，蓋其正確認識到股份交換之態樣絕不僅止於日常營運之決策行為，其在涉及「控制權移轉交易」、「敵意併購防禦措施」、「關係人交易」

²⁷⁹ 朱德芳（註270），頁169-170。

²⁸⁰ 參照：朱德芳，同前註，頁171-192。

²⁸¹ 參照：朱德芳，同前註，頁192-198。

²⁸² 參照：朱德芳，同前註，頁205-228。

等情形時皆會使利益衝突與代理成本急遽上升，由股東會決策之正當性大幅提高，且同樣論點於「發行新股」亦得比附援引；至於「日常營運決策」之新股發行，縱然此權限歸屬於董事會對於絕大多數企業為最適合之選項，亦無需賦予董事會專屬地位，蓋理論上可想像仍有少數企業有為相異權限劃分之需求，故實無硬性限制之必要。舉例而言，企業發行新股可能形成之「原有股東表決權比例稀釋」、「股份價值稀釋」皆影響股東權益與投資目的甚鉅，此即提供股東自行決策發行新股事宜一定正當性與誘因。論者或謂「股東新股認購權」已能保障股東權益，不宜因此犧牲「功能優勢」。然而，若股東確實在意其表決權比例與股份價值是否被稀釋，新股認購權未必能夠發揮預期功用。首先，基於種種影響交易成本之考量因素——資金、持股比例、風險分散需求、專業性程度，股東可能選擇不予以認購而被迫承受權益之稀釋，故新股認購權對於股東權益之保障實際上較為有限²⁸³；再者，我國於諸多「特別之發行新股」情形明文排除新股認購權之適用，亦僅在部分「特別之發行新股」情形——盈餘轉增資、公積轉增資、發行可轉換公司債、發行限制員工權利新股、私募，規定應經股東會之同意，其餘均由董事會決議即可。本文認為立法者似是一廂情願的劃定何種情形下股東具有保護必要性²⁸⁴，對於股東權益之保障洵屬未恰。準此，由股東自行決定「何種情況」與「是否」發行新股不失為一種保障其權益之方法，若股東在權衡其股權利益與公司營運效率之下選擇前者，似無反對之理。以股東新股優先認購權強行化之論辯為例，其之所以廣受學界批判，理由其一即是由於新股認購權將造成公司資金籌措之妨礙與延滯。惟學界多不直接否認新股認購權之存在意義，反係強調此應屬企業自治之範疇，故不應作為強行規定²⁸⁵。此似乎亦得作為發行新股權限由章程自由分派之論點：若企業為了股東權益之維護而願意承擔營運效率之衰減，亦是企業自

²⁸³ See Vladimir Atanasov et al., *Preemptive Rights and Anti-Dilution Protections around the World*, 22-23 (Feb. 6, 2007), https://law.utexas.edu/wp-content/uploads/sites/25/atanasov_preemptive_rights.pdf.

²⁸⁴ 尤其是，為何特別之發行新股應排除新股優先認購權？為何已經排除新股認購權之下，部分情形復規定應經股東會決議？此規範目的是否得以適用於所有企業？現行法之規範邏輯似乎相當混亂，不僅未見其論理脈絡，亦難以符合不同企業之需求。

²⁸⁵ 參照：王文字（註8），頁438-443；蔡昌憲（註149），頁62-64；蔡昌憲（註154），頁178-184。



治之一環，並無反對必要。

綜上所述，授權資本制之採用未能正當化發行新股權限專屬於董事會之觀點；且發行新股之態樣十分多元，牽涉之利益衡量亦相當複雜，若企業得透過章程自由擇定最適合之發行機關，勢必較一律將權限授予董事會更加靈活且妥當。循此，本文否認「發行新股」專屬於董事會之觀點，尤其是我國法尚未針對涉及「控制權移轉交易」、「敵意併購防禦措施」、「關係人交易」等應由股東會決議之情形明文規範之際，允許公司以章程將此等新股發行之權限分派於股東會極具實益。此外，若從「表決權稀釋」與「股份價值稀釋」等股東權益保障以觀，實則任何新股發行之態樣皆有將權限分派於股東會之正當性，包含「日常營運決策」與其他特殊之發行新股情形。因此，本文之主張並非破除「部分」態樣之發行新股權限專屬於董事會之概念，而係「全面」破除，故理論上任何態樣之發行新股權限均得由章程自由分派。

第四款 共享權限事項之「提案權」

另一困擾我國學界之議題乃「共享權限」事項之「提案權」是否專屬於董事會？詳言之，於公司法中規定應經董事會與股東會同意此等雙重程序之事項——如合併、分割、解散、重大資產處分與盈餘分派，股東會享有最終決定權洵屬的論，且應將此解為股東會之「專屬權限」；然而，擁有決定權並不表示其有「主動提案」之權限。一如美國法之變更章程與基本事項變更，法律賦予股東會最終決定權，惟股東若欲就此等事項提案，通常會遭到聯邦證管會之否決，蓋各州法普遍將此等事項之發動權限賦予董事會，故「非屬股東提案之適當議題」²⁸⁶。本文於第二章第四節已回顧我國既有文獻之立場。多數文獻以公司法第 172 條之 1 第 4 項之「非股東會所得決議」為基礎形成正反意見，惟本文在此試圖突破我國

²⁸⁶ 曾宛如、黃銘傑，董事會提名委員會制度之建置暨股東提案權機制之現狀與改善之研析，臺灣集中保管結算所；國立臺灣大學法律學院，頁 41（2015 年）；曾宛如（註 79），頁 139-140。

現行法制之框架，探究此等共享權限事項之「提案權」是否應由董事會專屬²⁸⁷。

若以肯認此屬董事會專屬權限之立場以觀，「功能優勢」顯然是較為普遍之主張。組織經濟學之文獻將決策之過程拆分為「啟動」(Initiation)、「實施」(Implementation)、「核准」(Ratification)、「監控」(Monitoring)。透過將前二者歸類於「決策管理」(Decision Management)並賦予代理人、而將後二者歸類於「決策控制」(Decision Control)並由本人承擔，此等分離式之決策配置有助於各種要素被分配在最適當之位置：代理人職司較需專業與資訊之「啟動」與「實施」，本人掌控抑制代理問題之「核准」與「監控」²⁸⁸。此外，有論者指出，若探究我國公司法區分「提出權」與「決策權」、並將基本事項變更之提出權置於董事會手中之原因，應有下列考量：(一) 在權限劃分中求取平衡，避免獨厚股東會或董事會；(二) 該等事項牽涉利益極廣且重大，同時取得兩機關之同意更能求其慎重；(三) 股東多缺乏相關之專業知識與資訊，故應由董事會扮演「把關者」之角色²⁸⁹。

若從否定見解以觀，由於基本事項變更之本質「重大性」，使其通常伴隨著較為嚴重之代理問題，故更有以股東主動提案以抑制代理成本之實益²⁹⁰；國內亦有文獻論及基本事項變更通常涉及「終局特質」，故董事犧牲股東利益謀取私益之可能性遠大於其他業務決策，股東「主動提案」正得以矯治此等最終賽局問題²⁹¹。或有質疑：公司法制賦予股東「最終決定權」已回應了重大性衍生之代理問題，是否有必要再承認股東得享有主動「提案權」？誠如 Bebchuk 教授所述，在

²⁸⁷ 需先說明者，本文研究之前提乃此等提案為「拘束性提案」。若屬建議性提案，我國文獻普遍認為股東有權提出。本文認為若我國確實承認或引進建議性提案之制度，並無不許之理。

²⁸⁸ Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, 26 J.L.& ECON. 301, 303-304, 307-309 (1983).

²⁸⁹ 邵慶平（註3），頁153。我國其他質疑股東提案專業性不足之文獻，參照：王文字（註231），頁24-25；曾宛如（註86），頁300-301；曾宛如，我國公司法待決之問題——以公司法制基礎理論為核心，月旦法學雜誌，181期，頁51-52（2010年）。

²⁹⁰ See Bebchuk, *supra* note 47, at 895-901. 論者可能質疑，「盈餘分派」並不涉及終局契約階段，是否仍具有嚴重代理問題？Bebchuk教授已於文中指出「盈餘分派」牽涉公司內保留資金之多寡、經營階層不當擴張企業版圖以謀取私益之問題，乃大型公司極為重要之代理問題之一。

²⁹¹ 張心悌，合併案之股東提案權，月旦法學教室，141期，頁29（2014年）。

董事會消極不提出有效率提案之際，被動之「最終決定權」至多僅能確保股東利益不繼續惡化、或維持現狀爾²⁹²。磋商理論亦揭示：當雙方當事人協議如何分配價值時，擁有主動提出方案、而他方僅得接受或拒絕之一方享有絕對優勢；在公司法制中，董事會掌控了議案之啟動機制、股東僅享有被動之接受或否決權即類似於此等情況。舉例而言，就董事會所提出之議案內，股東可能因種種疑慮與不安感而被迫屈就於次等提案²⁹³；董事會亦得將有效率與無效率之提案結合，使股東被迫通過實際上減損公司價值之提案²⁹⁴。簡而言之，由董事會「獨享」此等事項之提案權將致股東居於相當不利之地位，若股東亦得享有具有「主動性」之提案權，在抑制代理成本上顯然更具實效。

晚近有文獻透過設定「提案效益之明確性」「提案股東之激進程度」等條件，以數學式推演出各種「提升」與「減損」公司價值之情形，說明允許股東主動提案非必然導出效率或無效率之結果。舉例而言，於提案衍生之效益明確無虞時，賦予股東主動提案之權利必然有正面效益，此種效益未必係透過提案通過所產生，更係源自於股東提案將迫使經營階層將營運方針轉向股東之利益，以換取提案股東撤回提案²⁹⁵；反之，於提案衍生之效益具有不確定性時，股東提案即可能在特定情形下減損公司整體價值。根據其分析，提案股東愈強勢與極端，愈可能減損公司價值，蓋經營階層針對此提案所回應之政策調整較有可能偏離公司最大價值。若提案股東較為溫和，較有可能使經營階層轉向價值最大化之路徑。隨著提案效益之不確定性愈趨增加，其所衍生之效益亦逐步下降²⁹⁶。申言之，此研究指出股東享有主動提案權可能在相異情形下增加與減損公司價值，其在重申反對論者所擔憂之「投機主義」之際，亦驗證了股東提案之效益。

²⁹² See Bebchuk, *supra* note 47, at 862.

²⁹³ See *id.* at 862-864. 另請參照本章第三節第二項之介紹。

²⁹⁴ See *id.* at 864-865. 此外，經營階層亦可透過資訊優勢與刻意操弄等各種策略性手段，使股東之「表決權」無法阻遏價值減損之提案通過。See Gordon, *supra* note 152, at 1567-1569.

²⁹⁵ John G. Matsusaka & Oguzhan Ozbas, *A Theory of Shareholder Approval and Proposal Rights*, 33 J.L. ECON. & ORG. 377, 385-388 (2017).

²⁹⁶ *Id.* at 388-400.

此外，自多元比較法以觀，各國對於「啟動」基本事項變更之政策理念亦有歧異。於董事會消極不啟動此類事項之應對策略上，美國法仍將主動提案權置於董事會，惟透過受託人策略——由獨立董事主導之董事會、獎勵策略——由此類變更所觸發之高額獎勵措施、與任命權策略——透過董監選舉制衡董事會，予以控制²⁹⁷；相對而言，英國法下之董事會並無否決此類提案之權限²⁹⁸，多數歐陸國家與巴西亦均允許股東會透過特別決議或普通決議發起此類提案²⁹⁹。比較法政策之歧異除源於「股權結構」、「機構投資人之態度」之差異，亦涉及「垂直代理成本」與「水平代理成本」間之取捨。以英國、歐陸與巴西為例，強化股東於基本事項變更之提案地位乃更加著重於「股東與經營階層」之利益衝突；美國法則某程度捨棄「全體股東」之保障，轉向「少數股東」之保障³⁰⁰。

上開實證研究、文獻意見與比較法政策之啟示為：股東主動提案之效益端視「使用時機」與「股東態度」等條件，亦牽涉法制背景與政策價值等深層因素，故在我國未能進一步衡量各要素之效益前，似不應遽然採擇「嚴禁」或是「全然開放」之立場。然而，此觀點畢竟停留在理論層面，實務運作上究竟是否適宜由股東針對牽涉利益如此重大、專業需求性如此迫切之事項發動提案，本文仍不得不採取較為悲觀之態度。基本事項變更不若其他業務決策事項，其「重大性」似乎更能正當化董事會於此決策過程中必須享有一席之地。申言之，相比其他業務決策事項，股東與利害關係人在基本事項變更中因專業不足而蒙受之損失顯然無法同日而語，故無論採取股東財富最大化或是企業社會責任論之觀點，均頗有董事會先行審查、擬定議案之必要。

綜上所述，鑑於共享權限事項之重大性與複雜性，若欲破除董事會對其主動提案之專屬地位，現階段仍面臨嚴苛之挑戰與質疑；惟此得作為法制未來之願景，若我國股東會得以克服功能與相關之劣勢，或許存在破除董事會專屬地位之可能。

²⁹⁷ Rock, Davies, Kanda, Kraakman & Ringe, *supra* note 168, at 185.

²⁹⁸ *Id.*

²⁹⁹ *Id.* at 202.

³⁰⁰ *Id.*

其時，較佳之作法乃以「預設規定」賦予董事會此類事項之主動提案權，公司若認為股東享有提案權能最大化公司價值，應透過章程排除此規定而不宜允許股東逕行提案；同時，為克服賦予股東主動提案之種種困境，配套措施之粗略方向或得自「資訊揭露」、「辨識、防範較為極端之特定股東」著手³⁰¹。

第七項 小結

本節以「公開發行公司」為對研究對象，旨在觀察與評析我國法下股東會與董事會之權限互動關係，更重要者厥為探究兩機關之「專屬權限」範圍。不同於非公開發行公司、閉鎖性公司等小型企業，公開發行公司之特徵凸顯了兩機關「分權」之重要性，此亦為文獻、商業實務熱切關注之範疇。

本節首先以美國本土誕生之「股東主動權」論辯為楔子，探究英美法之政策脈絡與優劣之處。本文主張論者宣稱之諸多理由——公司組織理論、功能優勢、控制股東之濫權、強化股東權不具實益等，均無以正當化美國式的法定董事會優位主義；相較而言，英國法制於我國特有之股權結構下仍得發揮一定效益，且在盡量維持董事會中心之優勢之虞，亦賦予企業彈性調整權限劃分之自治空間，洵屬較適宜之路徑。

次之，國內外諸多文獻將「權限劃分規範」理所當然地視為「強行規定」。本文對此頗有質疑，尤其是此舉將推導出我國公司法明文規定應經董事會決議之權限事項均為董事會專屬權限，此結論是否妥當不無疑問。本文在回顧文獻對於「強行規定」與「章程界限」之闡釋後，主張我國至少不應一視同仁地將權限劃分規範視作強行規定。於法定應經股東會決議之事項——除董事報酬議定與盈餘分派決定外，均應認定為強行規定；於法定應經董事會決議事項，本文認為其作為強行規定之正當性較低，故或得視作「預設規定」。

³⁰¹ See Matsusaka & Ozbas, *supra* note 295, at 405-407.

本文接續探討我國之股東會專屬權限。此部之重點厥為「董事報酬議定」與「盈餘分派決定」之研究。經探析後，本文認為此兩種權限無論在實務操作與理論基礎上，均已失卻作為「股東會專屬權限」之正當性。循此，在現行法制下，將渠等解為「預設規定」——允許企業將權限授權於董事會自行決定、或其餘相異之權限劃分，屬較為適宜之解釋論。

最後，「董事會專屬權限」之研究為本論文最核心之內容。本文首先論及實務見解採擇之「形式標準」、學術文獻提出之「抽象標準」，均有其缺陷之處。最佳之路徑似乎是「全然」地破除董事會專屬權限；本文另擇定若干權限個別研究——實務立場堅定之「經理人之任免與報酬事宜」、「發行新股」與文獻上莫衷一是之「共享權限事項之提案權」。於「發行新股」，本文認為應全面破除董事會之專屬地位；於其餘二者，本文雖亦認為有破除董事會專屬地位之正當性，惟囿於我國現階段之實務現狀，此論點尚不成熟且過於理想化，惟或得作為我國未來之願景。

第四節 我國法之展望——英國法路徑之配套措施

第一項 概說

採擇英國法路徑下，理論上並無董事會專屬權限，公司內部之權限劃分極大程度聽任章程自由決定，故有利於企業自治之貫徹。然而，企業享有權限劃分之自治空間之際，亦伴隨著些許治理上之疑慮，使其正當性不免遭受質疑。舉例而言，無論是股東利益分歧所衍生之「投機主義」、「水平代理成本」或是「股東之利益大量流向內部人」等觀點，皆有異曲同工之妙，即對於「少數股東保障」之擔憂。本文已然述及，此為採英國法路徑時最大困境之一，故勢必應有相應之配套措施予以緩和；再如股東會功能性之不彰可能使英國法路徑之美意受到壓抑，

致企業無法適當利用此制度創造更大之經濟效益。種種潛在疑慮皆難以徹底根除，惟若能適當解釋我國現有制度，搭配足資借鏡之比較法精神，欲適度抑制此成本亦非妄語。

循此，本節旨在提供可行之防免措施與立法建議，試圖緩和英國法路徑可能衍生之危機；並據此提出我國法未來之展望，希冀我國得以在提倡「企業自治」之際，亦具備相應之策略降低其必然附隨之成本。

第二項 控制股東濫權之防免與少數股東權益之保障

第一款 表決權迴避制度之缺失與反思

若欲防免控制股東藉由股東會決議之合法外觀，恣意剝奪少數股東權益，「表決權迴避制度」似為可行之道。

申言之，我國公司法第 178 條規定：「股東對於會議之事項，有自身利害關係致有害於公司利益之虞時，不得加入表決，並不得代理他股東行使表決權。」其立法目的在於避免該股東參與表決時，可能基於自身利益而犧牲公司利益之情事發生，亦意在防範大股東或控制股東藉優勢股權侵害少數股東權益³⁰²。

然而，股東之「表決權迴避制度」得否切實保護少數股東之權益？其法理是否具有足夠正當性？不無疑義。首先，此條文之文義存在顯而易見之「不確定法律概念」，使適用上存在不少爭議，且似乎難以達到保護少數股東之效。誠如論者所述，本條文義之高度模糊性使其適用可能失之過窄或失之過寬，於前者無以保障少數股東之權益，於後者又可能過度侵害股東之表決權，而與公司法其他規

³⁰² 周振鋒，自檢視公司法第 178 條規範析論股東利益衝突之解決模式，政大法學評論，170 期，頁 173（2022 年）。

範之理念產生扞格³⁰³；亦有論者以「董事報酬決定」為例，論及股東表決權迴避制度之「過」與「不及」，說明此制度在董事報酬之決定上可能產生極多規範漏洞³⁰⁴；而若欲以表決權迴避制度為英國法路徑解套，似乎亦難以達到遏止多數股東濫權之效果，蓋在多數情形下，多數股東從表面觀之並無「自身利害關係」，惟其仍能透過多數決剝奪少數股東之利益。舉例而言，股東會議決盈餘分派案之際，無論依寬泛或限縮之見解，均難將多數股東排除在外，且理論上亦無排除在外之正當性，惟實務上多數股東挾其表決權優勢，實質上剝奪少數股東之盈餘分派權利卻屢見不鮮。類此情況在想像上不勝枚舉，顯見股東之表決權迴避制度未必能夠適切保障少數股東之權益。

此外，本條雖強制具有利益衝突之股東應予迴避，卻未有任何「資訊揭露」之規範。按理來說，利益迴避之目的既在於淨化利益衝突，「充分之資訊揭露」乃理所應當，蓋其餘無利害關係之股東勢必需要此等資訊而為決策；然而，現行法對此隻字未提，不僅使未迴避之股東缺乏相關資訊行使表決權，更可能在有利害關係之股東不主動揭露時，僅能倚靠其他方法或管道得知，此對於維護少數股東之權益存在極大疑慮³⁰⁵。

再者，股東之表決權迴避制度與「多數決」機制之內涵有所矛盾。詳言之，股東取得公司股份之目的本就是為了個人之經濟利益，其出於自身利益行使表決權可謂天經地義。此制度不僅無法落實股權行使之於實現股東的經濟上利益，同時亦因事前限制行使表決權致使股東會決議並非全體股東利益的總合衡量，反係基於其他股東利益的個人衡量，恐嚴重扭曲資本多數決的企業民主涵義³⁰⁶。此制度無法在公司法制上自圓其說之理由在於：股東投資之目的必然出於自利，而資本多數決之前提即為股東得基於自身經濟利益考量，依持股比例決定公司之總意，

³⁰³ 參照：周振鋒，同前註，頁 151-159。

³⁰⁴ 邵慶平（註 185），頁 99-101。

³⁰⁵ 周振鋒（註 302），頁 134-135。

³⁰⁶ 廖大穎，論股東行使表決權迴避之法理——兼評台北地院九十一年訴字第三五二一號民事判決，月旦法學雜誌，99 期，頁 244（2003 年）。



故而以「具有利害關係」為由使其迴避表決就扭曲了資本多數決的本質。然而，此並不表示控制股東以表決權優勢迫害少數股東之問題應予無視，依多數學者之見，較佳之作法乃以「事後救濟」保障少數股東³⁰⁷，例如建構多數股東權行使之界限、訴請撤銷股東會決議等等³⁰⁸。

循此，本文認為股東之表決權迴避制度無法在保障少數股東權益上發揮預期目的，仍有訴諸其他可能防免之道之必要。

第二款 控制股東受任人義務之可行性

採取英國法路徑下，若某決策之最終權限透過章程分配於股東會，從「權力」與「義務」乃一體兩面之觀點以觀，董事會應免除其受任人義務應屬當然。美國模範商業公司法第 7.32 條(e)項與德拉瓦州公司法第 350 條皆規定若股東協議中將原屬董事之權限移轉至特定股東，則董事之受任人義務亦將因此移轉至該特定股東³⁰⁹。我國雖無類似規定，惟其若非權限行使之人，亦不應負擔相關義務，此理不以法規是否明文而有差異。

至此，若章程將權限分配於股東會，負擔義務者似為「股東會」。誠然，股東會承擔自行決策之失誤與風險屬自明之理，惟理論上雖係「全體股東」一同承擔風險，實際上享有表決權優勢之控制股東卻能以多數決原理謀取私益，從而使「少數股東」成為真正承擔不利後果者。循此，我國似有必要尋求得以使「控制股東」負責之機制，以遏止控制股東挾其控制力剝奪少數股東之權益。

課以其類似受任人之義務似為可行之路徑。誠然，股東並非任何人之受任人，其對公司、其他股東或其他利害關係人原則上不需負擔任何義務，包含表決權之

³⁰⁷ 廖大穎，同前註，頁 253；劉連煜，股東及董事因自身利害關係迴避表決之研究——從台新金控併購彰化銀行談起，台灣法學雜誌，112 期，頁 10-11（2008 年）。

³⁰⁸ 參照：曾宛如（註 240），頁 32-38；劉連煜，同前註，頁 10-11；廖大穎，同前註，頁 244-251。

³⁰⁹ See M.B.C.A., §7.32(e); DEL. CODE ANN. tit. 8, §350.

行使。惟為確保特定情下少數股東之權益不致遭受過度之侵害、與「權責相符」下控制力所衍生之相應義務，控制股東就其控制力行使實應對少數股東負有受任人義務³¹⁰。由於股東會決議採取多數決下，全體股東皆須遵守此決定，彷彿少數股東指定代理人（控制股東）為其決定資產如何使用。此際控制力係由「控制股東」群體一同發揮，而由較難發揮影響力之「少數股東」群體作為受益人³¹¹。

德拉瓦州針對控制股東之受任人義務發展出細緻之審查標準。簡而言之，其法院實務透過「審查標準」與「舉證責任」等機制促使控制股東為特定行為，以淨化利益衝突。舉例而言，2014 年之 *Kahn v. M&F Worldwide Corp.*³¹²一案中，德拉瓦州最高法院設立數項適用「經營判斷法則」之先決條件：(一) 控制股東以特別委員會同意與「少數股東多數決」(Majority of Minority) 同意為交易前提³¹³；(二) 特別委員會須為獨立；(三) 特別委員會有權選任專家且具有交易否決權；(四) 特別委員會確實盡到注意義務協商公平價格；(五) 少數股東表決前已被充分告知；(六) 未有脅迫少數股東情事。準此，美國法建構控制股東受任人義務之方式為「安全港原則」：透過給予控制股東後續訴訟上「審查標準」與「舉證責任」之有利對待，鼓勵其淨化利益衝突，藉而保障少數股東之權益³¹⁴。

然而，姑且不論我國法制環境是否有引進此制度之可能，更重要者在於：德拉瓦州承認控制股東違反受任人義務之情形較為有限，無法全面性地規制控制股東。誠然，德拉瓦州衡平法院認為控制股東將於其與少數股東面臨「利益衝突」之際違反受任人義務。此等判斷標準似乎能夠全面性地打擊控制股東濫權之情形，

³¹⁰ See DENNIS J. BLOCK, NANCY E. BARTON & STEPHEN A. RADIN, THE BUSINESS JUDGMENT RULE: FIDUCIARY DUTIES OF CORPORATE DIRECTORS 368-369 (5th ed. 1998).

³¹¹ 周振鋒（註 302），頁 173。

³¹² *Kahn v. M&F Worldwide Corp.*, 88 A.3d 645 (Del. 2014).

³¹³ 值得注意者係，雖為符合「少數股東多數決」，控制股東需放棄表決權而由其他無利害關係之股東做出最終決定，惟此非謂控制股東之表決權被強制剝奪，而係若控制股東自願性採取少數股東多數決，其將於後續訴訟取得較有利之舉證責任與審查標準。

³¹⁴ 關於德拉瓦州法院所建構之控制股東受任人義務，參照：周振鋒（註 302），頁 172-177；蘇怡慈，論併購交易中之控制股東受任人義務——兼論特別委員會之功能，東吳法律學報，29 卷 4 期，頁 41-58 (2018 年)；陳盈如，控制股東主導交易審查標準之建構——以現金逐出合併為中心，輔仁法學，62 期，頁 80-104 (2021 年)。

惟必須認知到德拉瓦州法院係以案例法「個案式」地建構控制股東之受任人義務。舉例而言，過往文獻有指出德拉瓦州法院主要僅在「閉鎖性質公司」與「現金逐出合併」之情形肯認控制股東違反受任人義務³¹⁵；縱使經過數年案例之堆積，其適用情形亦僅擴張至「自我交易」與「取得不合比例之利益」等情形³¹⁶。

若此概念之適用範圍限縮至此，是否有助於減緩英國法路徑下控制股東濫權剝奪少數股東權益之問題？誠有疑義。申言之，德拉瓦州衡平法院針對控制股東受任人義務所承認之情形之所以限於「閉鎖性質公司」、「現金逐出合併」、「自我交易」或「取得不合比例之利益」，或係著眼於閉鎖性質公司中少數股東缺乏退場機制，或係著眼於後三者所滋生之巨大利益衝突；惟採取英國法路徑下，控制股東介入之業務經營事項與衍生之利益衝突態樣絕非德拉瓦州之案例法所得全面涵蓋。由於公司事務經緯萬端，援引德拉瓦州案例法建構控制股東受任人義務之效益頗為有限³¹⁷。當然，並非在德拉瓦州衡平法院曾經承認之案例下始能課以控制股東受任人義務³¹⁸，惟若欲以最上位之「利益衝突」標準形塑此等義務，復陷於標準極為抽象而難以操作之窘境——「利益衝突態樣」、「如何淨化利益衝突」、「審查標準與舉證責任」等問題均可能無前例可循；最後，追本溯源下，最大之困境仍是我國尚未全面引進德拉瓦州衡平法院所建構之體系，使此道缺乏法律依據。循此，仍須尋求其他管道以保障少數股東。

³¹⁵ See Iman Anabtawi & Lynn Stout, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, 60 STAN. L. REV. 1269-1272 (2008).

³¹⁶ Alex Lindsey, *Expanding MFW: Delaware Law Should Offer a Business Judgment Rule Safe Harbor for All Conflicted Controller Transactions*, 29 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 339, 345 (2023).

³¹⁷ 本文並非以此否定引進控制股東受任人義務之實益。實際上，此理念對於特定情形下之少數股東權益應有一定助益。依釋字 770 號解釋：「法律至少應使未贊同合併之股東及時獲取合併對公司利弊影響之內容、有關有利害關係股東及董事之自身利害關係之重要內容及贊成或反對併購決議理由之資訊。」解釋文賦予有利害關係之股東資訊揭露義務，似乎即是承認特定情形下大股東負有「受任人義務」。參照：劉連煜，大法官釋字第 770 號併購正當程序與權利救濟解釋的檢討——以資訊揭露、利害迴避、現金逐出門檻與股份收買請求權為中心，月旦法學雜誌，306 期，頁 97-98 (2020 年)。

³¹⁸ 文獻上指出，過往德拉瓦州判決經手之案例多為「閉鎖性質公司」或「現金逐出合併」，可能引發此種誤解：僅有在這兩種情形下，控制股東始被課以受任人義務。See Anabtawi & Stout, *supra* note 315, at 1272-1274. 此外，如前所述，控制股東被課以受任人義務仍係由於其對於業務經營事項存在「控制力」，基於權責相符之法理，應被課以相應之義務，此屬「義務發生」之範疇；若其與少數股東存在利益衝突而未予淨化，即違反受任人義務，屬「義務違反」之範疇。故理論上只要透過這兩項抽象前提予以規制，即得避免控制股東濫用權力剝奪少數股東之權益。



第三款 表決權行使之衡平界限——以「權限行使」為中心

有鑑於股東會之「表決權迴避」制度存在解釋疑義及實務運作上之缺陷，亦與股東會之「多數決」機制存有內在邏輯之矛盾，似不足以作為調和多數股東與少數股東間利益衝突之機制。此際，應有尋求其他法制措施之必要，而「章程之衡平界限」或為得以著力之處。

由於任何人行使權利必有其界限，而股東行使表決權亦為權利行使之一種，故股東會之多數決並不能正當化所有股東會決議之效力，而仍受到「衡平界限」之規制³¹⁹。若多數股東挾其表決權優勢，於修改章程或其他決議上逾越此等界限而不正當地侵奪了少數股東之權益，此修章案或決議即有可能被認定為無效。循此，「衡平界限」理論上足以作為遏止「多數股東壓迫少數股東」之機制，亦為英國法路徑下多數股東之濫權問題帶來一絲曙光。

論者有參考英國實務所建構之檢驗標準，主張決議是否逾越衡平界限端視表決權行使是否出自於多數股東之「善意」，且係為公司之「全體利益」為目的³²⁰；我國近期實務見解則多適用「權利濫用」、「比例原則」與「股東平等原則」等概念實質審查決議之正當性³²¹。舉例而言，美華影音案中，最高法院即以「股東平等原則」作為衡平界限之審查基準³²²；商務印書案中，最高法院則以「比例原則」、「權利濫用」法理作為推翻多數決之基礎³²³。雖然學說與實務所建構之衡平界限

³¹⁹ 曾宛如（註 240），頁 35-36；曾宛如，章程自治與少數股東保護間之平衡設計，收於：當前公司與證券法制新趨勢：賴英照講座教授七秩華誕祝賀論文集，頁 428-429（2016 年）。

³²⁰ 曾宛如（註 240），頁 32-38。

³²¹ 張心悌，股份逆向分割與少數股東之保護，臺灣財經法學論叢，3 卷 1 期，頁 21（2021 年）。

³²² 最高法院 108 年度台上字第 1836 號民事判決：「本於股東平等原則，股份有限公司就各股東基於股東地位對公司享有權利及負擔義務，應予平等待遇。此原則係基於衡平理念而建立，藉以保護一般股東，使其免受股東會多數決濫用之害，為股份有限公司重要原則之一。倘因股東會多數決之結果，致少數股東之自益權遭實質剝奪，大股東因而享有不符比例之利益，而可認為有恣意之差別對待時，即屬有違立基於誠信原則之股東平等原則，該多數決之決議內容，自該當於公司法第 191 條規定之「違反法令者無效」之情形。」

³²³ 最高法院 108 年度台上字第 1234 號民事判決：「公司因經營需要，由股東會決議實質上剝奪部分股東之表決權，公司必須證明該決議具有正當性，即是項決議為公司經營上所必要，且公司

必然存在不確定性，惟若能透過案例之累積以明確化其測試標準，未嘗不能以此保障少數股東之權益。

上開個測試標準均有可取之處，本文在此無欲深入評析。然而，「衡平界限」於「權限劃分」之修章案上能否發揮預期功用？本文頗為質疑。實則，與其探討於「權限劃分」修章案之衡平界限，不妨將焦點置於「權限行使」之衡平界限，或許更能發揮保障少數股東之功能。

其一，若以權限劃分修章案之衡平界限為重，可能減損英國法路徑之美意。誠然，所有表決權之行使皆須服膺於多數決之「衡平界限」，無論是修章案抑或是一般之股東會決議。然而，若致力於在權限劃分之修章案上建構衡平界限，可能侵蝕英國法「無董事會專屬權限」之精神。試舉一例，若 A 公司修改章程，規定若其與 B 公司為股份交換時應經股東會決議通過，則評斷此修章案之適法性時，得否將「與 B 公司交易」（特定情形、特定交易對象）與「股份交換」（權限種類）納入衡平限制之考量？按理來說，判斷法律行為適法與否本應斟酌一切情形綜合觀之，章程修改亦不例外。事實上，我國與外國文獻提出以「經營與所有分離程度」、「事項影響重大性」、「是否涉及控制權歸屬或經營權爭奪」、「日常營運或治理事務」等標準個案衡量者，實質上皆已將該章程條款所涉及之「特定情形」與「權限種類」納入章程界限之內涵。惟本文既已採取英國法路徑，則無論是何種情形、何種權限行使，均不應成為限制章程條款之依據，蓋此即有違英國法「權限劃分聽任章程自治」之精神。申言之，立場上既然已破除了「董事會專屬權限」，即不應於事後又披著「衡平界限」之外皮來架空政策選擇。然而，此見解是否會使權限劃分之章程條款實質上完全逸脫「衡平界限」之管控？不無疑問，畢竟在「何種情形」令股東會行使「何種權限」，幾乎就是此章程條款最核心之內涵，若不以此作為衡平限制之一環，似乎將使其完全不受規制。實則，

因該決議所獲利益遠大於部分股東因此喪失行使表決權之利益，而符合比例原則。否則，即係以多數股東之決議侵害少數股東之權利，而構成權利濫用，被剝奪表決權之股東，自得主張該決議無效...」

本文無意否定「衡平界限」在「權限劃分」議題上之作用，畢竟任何表決權行使之情形都有其界限，惟若欲採取英國法之路徑，或許應將重點置於後續之股東會決議，以求「企業自治」與「少數股東保障」之平衡。



其二，少數股東之權益遭多數股東不正當侵奪之原因多不在於「權限劃分」，而係權限劃分後之「權限行使」。換言之，透過章程將權限分派於股東會本身並不會使少數股東之利益流向多數股東，此一現象厥為股東會「行使」此權限所致，故似不應以「權限劃分」作為審查對象。此外，審查權限劃分之適法性可能使司法介入之時機過度前置化。按司法介入以保障少數股東雖屬必要，惟於尚未形成少數股東遭受侵害之「權限劃分」階段，其似無強行介入之正當性。姑且不論司法者有無能力「預測」某一權限劃分是否可能招致少數股東之受害，即令想像上多數股東存有較大之自利空間，亦無必要直接否定此權限劃分，蓋未必每次股東會決議皆會產生少數股東權益被侵奪之情形。本文認為較佳之方式洵屬個案衡量後續之「決議」是否逾越衡平界限。舉例而言，A 公司修改章程規定任何與 B 公司之股份交換應經股東會決議，甚難從此抽象之權限劃分得知 A 公司之少數股東是否會遭受不當之侵害；惟若以後續 A 公司股東會決議與 B 公司為股份交換之內容以觀，顯然更加容易判斷 A 公司之多數股東是否有濫權問題。循此，若欲遏止多數股東之濫權，似不應將重點置於「劃分權限」之章程條款，反而應著重於股東會「行使權限」之決議在個案上是否不當的剝奪了少數股東之利益。

綜上所述，本文認為若我國實務能夠建構一套具有可預見性之「衡平界限」審查標準，確實為保障少數股東權益之最佳方式；惟有鑑於英國法之精神乃「否認董事會專屬權限」之存在，故本文認為在審查多數股東是否濫權剝奪少數股東權益之際，應將焦點置於「權限行使」之個案情形之上，而非「權限劃分」，否則可能侵蝕採取英國法路徑之目的——權限劃分聽任章程自治。



第三項 股東會功能之強化

反對強化股東權者最常見之論點為：股東會之功能劣勢與被動性使其注定難以介入公司經營——諸如集體行為困境、理性冷漠、資訊不對稱等緣由³²⁴。縱然本文所持理念為「功能」之優劣無法作為法定董事會優位主義之適格理由，惟若欲貫徹英國法下權限劃分聽任章程自治之精神，強化股東會之功能仍係大勢所趨。事實上，縱然採擇董事會優位主義，股東會之功能亦不應被過度削弱³²⁵，遑論採取英國法路徑下章程乃權限劃分之根本大法，股東會復享有修訂章程之權，故其功能之健全之於企業能否創造經濟效益至關重要。此外，我國若欲採取英國法路徑，股東提案權亦屬急需變革之制度，蓋其不論在推動「權限劃分」之自治、或是振興「股東積極行使權利」上，均居於舉足輕重之地位。

第一款 董事會之資訊揭露

股東之被動與理性冷漠相當程度出自於缺乏取得決策資訊之誘因，蓋理性之股東僅會在預期利益大於蒐集成本時採取行動³²⁶。因此，若董事會之「資訊揭露」機制足以降低股東取得資訊之成本，即得提升股東積極參與表決之意願，從而改善股東會之功能；此外，股東會與董事會之資訊交流亦有另一層意涵：增加股東會行使權限之正當性。蓋若渠等缺乏資訊流通，法制較有可能基於此等「治理真空」而索性將權限大幅授予董事會³²⁷，此自然不符英國法之精神。

³²⁴ See Bainbridge, *supra* note 53, at 1744-1751; Bainbridge, *supra* note 36, at 59-61; Stout, *supra* note 60, at 792-795.

³²⁵ 採取董事會優位主義之美國法下，即使股東會之權限遭到弱化，實務見解仍嚴守著股東最基本之權利——表決權，不得被實質剝奪之態度。參照：胡浩叡，股份有限公司內部機關之研究——以權限分配與公司治理為中心，臺灣大學法律學研究所碩士論文，頁 90-100 (2002 年)；曾宛如（註 79），頁 122-125。

³²⁶ ARROW, *supra* note 37, at 68-70.

³²⁷ Amon Chizema, *The Empowerment of Shareholders: A Conceptual Perspective*, 36 J. GEN. MANAG. 23, 29 (2011).

我國現行法下，資訊揭露之方式主要依公司法第 172 條 4 項與 5 項，董事會應於股東會召集事由中載明召集事由，若係第 5 項之重要議案則應說明其「主要內容」；及第 177 條之 3 之「股東會議事手冊」。然而，即使是重要議案之「主要內容」，是否即足以使股東獲取相當資訊？自第 172 條第 5 項尚未修訂前之實務見解以觀，固然毫無效用³²⁸；自 2018 年修訂「主要內容」後，亦無法使股東確切理解權限劃分條款之效益，蓋主要內容恐怕僅限於修訂章程之「事項」，而難以及於「理由」。因此，重要之資訊揭露方式厥為股東會議事手冊。

應探討者為：董事會應於股東會議事手冊揭露至何種程度始足以保障股東之資訊權？此當然根據不同議案而有相異答案。以修訂「權限劃分」之章程條款為例，資訊揭露之意義在於使股東獲取「該權限劃分是否能創造更大效益」之相關資訊，例如是否公司是否面臨潛在之敵意併購、公司核心資產之市價為何，是否有必要將其交易權限交於股東會。本文認為，於權限劃分變動之修章情形，不僅應詳盡載明「變更之理由」³²⁹，例如：「某段期間之股份交換應經股東會決議，係由於近來企業之公開收購頻繁，為避免經營階層之利益衝突，故將此決定權交由股東會」；亦應分別論述股東會介入此事項、或董事會保留此權限之「正當性」，諸如本文已述及之「效率」、「專業性」、「對於公司影響之程度」、「董事是否面臨利益衝突」等等，以利於股東權衡各種利益與要素後選擇其認為最佳之劃分方式。而若係應經股東會決議之提案，議事錄除應表明理由，亦應提供其專業資訊分析正反利弊與股價預測，俾利股東在享有充分資訊下行使表決權。

此外，除卻董事在股東會上之資訊揭露，是否仍有其他資訊流通之管道？英國「公司治理準則」有關董事會與股東資訊交流之指引頗有參考價值。依照「董

³²⁸ 2018 年修法前，公司法第 172 條 5 項之文義未規定列舉之事項需載明「主要內容」，故實務見解多認為章程修訂案只需在召集事由中載明「變更章程」即可，不必敘明變更前與變更後之章程文義。參照：最高法院 72 年度台上字第 113 號判決、最高法院 96 年度台上字第 642 號判決、最高法院 98 年度台上字第 923 號判決。

³²⁹ 公開發行公司股東會議事手冊應行記載及遵行事項辦法第 4 條：「股東會議事手冊所列議案，除其他相關法令另有規定者外，應依下列情形，載明規定事項：……七. 變更章程時，其變更前後之內容及變更事由。」

事會領導與公司目的」一節之第 3 點，於股東常會以外，主席應定期接觸主要股東（major shareholder），以了解其對於治理與營運績效上之觀點；並應就其權限範圍內之重大事項尋求股東之參與；最後，主席應確保董事會能夠清楚理解股東之觀點³³⁰。而依照第 4 點，當一定比例之股東表決權反對董事會提出之建議時，公司應在公佈表決結果時說明擬採取何種行動徵求股東意見，以釐清表決結果之原因，並在 6 個月內回報最新情況；董事會並應在年報及下次股東會決議之備忘錄（Explanatory Notes）中揭露這些資訊，藉以說明股東所提供之反饋對於董事會已為之決策與所提議案發揮何等影響³³¹。

英國公司治理準則之資訊揭露規範雖帶有董事會優位主義之色彩，蓋其乃針對上市公司所為之指引，惟其規範內容確實有助於股東會與董事會之資訊交流，頗值作為我國之借鏡。申言之，透過股東會開會以外之定期接觸與表決結果之闡明，董事會得以更加理解股東之價值取向，並以此調整經營策略；更重要者係：股東亦在與董事會之意見交流下取得公司營運之必要資訊，股東會之功能因此得以強化。當然，在股權分散之大型公司中，散戶股東仍缺乏與董事會對話之誘因，故「意見交流」與「蒐集資訊」之角色可能仍需由機構投資人擔任，此請參照本項第二款之說明。

我國之股東會資訊揭露法制雖於修法演進中逐步完善，惟仍有改善之空間。以上文所提之「揭露內容」為例，雖然有關議事手冊應予記載事項之辦法已明文要求董事會載明議案之內容與理由，惟似不夠具體與細緻，故仍有待法院與主管機關之作為予以具體化；有關董事會資訊揭露之責任亦不明確，若以「受任人義務」予以規制勢必面臨種種現實上之阻礙³³²，故立法上應正視董事會於「資訊揭露」上之責任追究機制，否則難以促使董事會揭露完善的資訊內容；此外，董事會之資訊揭露亦表彰股東與董事間之「審議」過程——透過資訊交換與累積，有

³³⁰ FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *supra* note 206, at 6-7.

³³¹ *Id.* at 7.

³³² 例如：小股東普遍較無追訴董事之誘因、以受任人義務之損害賠償課以董事責任勢必面臨「損害」計算等等難題。

助於提升公司之價值³³³。誠然，我國對於兩者間「審議」之規範僅具有初步雛形，例如上市上櫃公司治理實務守則雖課予董事會「建立與股東互動之機制」之義務³³⁴，惟針對溝通互動之細節與貫徹仍缺乏相關指引。有鑑於股東與董事間之「審議」影響層面極廣，絕不僅止於「股東提案」、「變更章程」等事項，故其功能之重視頗有全面性提升股東權與公司民主之潛力。本文認為，或可參酌文獻之倡議，借鏡與具體化政治學上之「審議民主理論」，以之為內涵填充股東會與董事會間互動溝通之留白之處³³⁵。

第二款 機構投資人之角色與功能

有鑑於大型公司中，散戶股東對於參與公司事務趨於被動與冷漠，機構投資人勢必居於「強化股東會機能」之重要地位³³⁶。蓋相較於一般小股東，機構投資人資金較為充裕、持股具有一定比例，並得倚賴專業知識進行有效率的投資判斷；同時，其股東權之行使較能影響公司決策，以維護公司及其本身之利益。因此，機構投資人之存在有助於解決一般小股東欠缺參與公司治理誘因的問題，進而促使公司經營者為其經營績效負責³³⁷。

縱然學術文獻多有針對機構投資人得否促進公司治理提出質疑者，諸如渠等對於長期經濟穩定具有破壞性之「短期主義」、出於成本效益考量亦趨於「被動」³³⁸；惟從近期國際之立法變革以觀，強化機構投資人之功能、以此提升股東參與

³³³ 黃朝琮，公司治理之審議民主面向，臺北大學法學論叢，115期，頁108（2020年）。

³³⁴ 上市上櫃公司治理實務守則第13條之1：「上市上櫃公司之董事會有責任建立與股東之互動機制，以增進雙方對於公司目標發展之共同瞭解。」；上市上櫃公司治理實務守則第13條之2：「上市上櫃公司之董事會除透過股東會與股東溝通，鼓勵股東參與股東會外，並以有效率之方式與股東聯繫，與經理人、獨立董事共同瞭解股東之意見及關注之議題、明確解釋公司之政策，以取得股東支持。」

³³⁵ 有關審議民主理論之內涵與其如何內化於公司治理之範疇，參照：黃朝琮（註333），頁66-145。

³³⁶ See Bainbridge, *supra* note 53, at 1751.

³³⁷ 郭大維，公司治理與機構投資人——以機構投資人之盡職治理為例，臺灣財經法學論叢，5卷1期，頁91（2023年）。

³³⁸ See Coffee & Palia, *supra* note 88, at 551; Bratton & Wachter, *supra* note 98, at 658-659, 726-727;

已成為趨勢所在。誠然，機構投資人積極參與公司事務可能引發反對文獻所述之種種疑慮，惟其亦存在正面之功能——制衡經營階層與改善經營績效³³⁹。更重要者，機構投資人存在積極參與經營之誘因與資訊，其完全有潛力擔負起強化股東會機能之要角——傳遞重要資訊與散戶股東、引導其等行使表決權等。

逐漸崛起之「盡職治理守則」(Stewardship Code)表明了現今公司法制之潮流乃鼓勵股東參與公司事務——而非弱化其權利，以達公司治理之成效；此外，其亦透露出機構投資人之參與乃公司治理體系下不可或缺的一部分³⁴⁰。

英國財務報告委員會於2010年訂定之「盡職治理守則」(The UK Stewardship Code)乃國際上第一個採用相關制度之案例，其鼓勵機構投資人簽署該守則，並揭露相關資訊，以符合其客戶或最終受益者之最佳利益³⁴¹。舉例而言，在「權利行使與責任」原則中，2020年之新版守則要求簽署人應揭露其對於所投資之資產類別中有何權利行使與責任承擔。且對於上市股權資產，其應揭露：(一)表決之策略；(二)其在多大程度上參酌股權研究代理機構之建議；(三)客戶得以在多大程度上推翻公司既有政策；(四)其允許客戶直接表決之政策；(五)其於借券、收回借券以進行表決之方法，及其如何減少「空洞投票」之現象³⁴²。此外，其亦應揭露過去一年投票之股比例及原因、表決紀錄資訊、各種表決之理由：(一)表決反對董事會；(二)反對股東所提特定議案；(三)保留表決權；(四)表決權行使與表決策略不符。同時，應說明其在多大程度上訴諸另一實體實行表決決定，及如何監督表決之代表人。對於固定收益資產，其應說明管理方式，例如尋求對契約或條款內容的修改、主動尋求契約中的相關資訊、審閱公開說明書及交易文件等。在成果方面，應針對上市股權資產揭露其過去一年中表決決議結

Strine, *supra* note 114, at 761; Bainbridge, *supra* note 53, at 1751-1757.

³³⁹ See Bebchuk, *supra* note 113, at 1637; Sharfman, *supra* note 113, at 804-809.

³⁴⁰ Jennifer G. Hill, *Good Activist/Bad Activist: The Rise of International Stewardship Codes*, 41 SEATTLE U. L. REV. 497, 506 (2018).

³⁴¹ 郭大維（註337），頁100。

³⁴² See FINANCIAL REPORTING COUNCIL, THE UK STEWARDSHIP CODE 21 (2020), https://media.frc.org.uk/documents/The_UK_Stewardship_Code_2020.pdf.



果之案例³⁴³。

除上開條文，英國盡職治理守則尚有諸多資訊揭露之規範，於此不一一詳述。自上開列舉之條文中，可知守則要求簽署之機構投資人揭露相當多面向之資訊，諸如其表決之策略、參考股權研究代理機構之建議的程度及原因、過去一年表決之原由，此等資訊對於較無經營專業與經驗之散戶股東均有莫大助益。

OECD 之「公司治理原則」亦頗具參考價值。根據其內容，公司治理架構雖應鼓勵機構投資人積極行使其權利，惟因「積極參與」未必是所有機構投資人之投資策略，強制使其行使表決權可能毫無效用³⁴⁴；治理原則因此轉向建議機構投資人應「揭露」其投資目的與行使股東權之策略，諸如機構投資人介入經營之時機、介入方式、評估策略有效性之手段及實際表決紀錄³⁴⁵；當機構投資人制定和揭露其投資策略後，應在符合其受益人和被投資公司之預期方式下，運用適當之人力與財務資源實行此一策略，並須對客戶透明化其實行之過程³⁴⁶；此外，機構投資人應本於受託人之地位揭露其投資上之利益衝突、與其用以降低此等利益衝突之因應措施，特別是當機構投資人所投資之公司為其集團企業時（此時利益衝突更加嚴重）³⁴⁷；且由於機構投資人通常亦會尋求其他專業人士之意見，如股權研究代理機構、分析師與評等機構，故此等專業人士亦應適用相同規則³⁴⁸；最後，機構投資人應揭露其投資公司上市所在地之法律規定，蓋現代公司頗有在非其註冊之地上市或交易之趨勢，此將使一般投資者存在不安感³⁴⁹。

我國亦意識到了國際間強化機構投資人資訊揭露義務之潮流，故於 2016 年時由證交所發布了「機構投資人治理守則」。此守則採取「遵循或解釋」(Comply

³⁴³ See *id.* at 22.

³⁴⁴ OECD, *supra* note 256, at 22.

³⁴⁵ *Id.* at 23.

³⁴⁶ *Id.*

³⁴⁷ *Id.* at 24.

³⁴⁸ *Id.* at 25.

³⁴⁹ *Id.*

or Explain) 原則，亦不硬性要求機構投資人應簽署與遵循³⁵⁰。守則並揭示了 7 項原則：(一) 制定並揭露盡職治理政策；(二) 制定並揭露利益衝突管理政策；(三) 持續關注被投資公司；(四) 適當與被投資公司對話及互動；(五) 建立並揭露明確投票政策與揭露投票情形；(六) 定期揭露履行盡職治理之情形；(七) 服務提供者應提供可協助機構投資人履行盡職治理責任之服務³⁵¹。

近年來機構投資人占集中交易市場交易比重逐步攀升，對市場及被投資公司影響重大，故我國之機構投資人盡職治理守則要求機構投資人應基於資金提供者（客戶、受益人或機構投資人本身之股東）之長期利益，關注被投資公司營運狀況，並透過出席股東會、行使表決權、與被投資公司之經營階層對話及互動等方式參與公司治理³⁵²。本文對此頗為贊同，尤其是不論我國或國際上之盡職治理守則，雖皆鼓勵機構投資人積極行使股東權利，然更著重在其「資訊揭露」之功能，此對於克服股東資訊不對稱、集體行為困境展現了極大潛力。

當然，我國之革新方向雖值嘉許，惟仍存在改善餘地。首先，我國盡職治理守則有關揭露之細節內容未如英國之守則如此具體、多元，亦僅具有建議效力，故若能參酌其規範模式——明確化各項原則之具體內容、要求特定機構投資人「應」遵循守則內容與解釋如何為之³⁵³、且揭露內容擴展至其所採取之實際行動以及執行該行動之成果，或更有助於資訊揭露之廣度與深度³⁵⁴；再者，我國主管機關似乎過度側重於機構投資人對於股東權的影響，惟除此之外對於其他投資人之權益如何被落實與推進著墨甚為有限，此於資本市場以散戶投資人為主之我國顯得有些本末倒置；此外，自「審議民主理論」之角度以觀，主管機關之改革面

³⁵⁰ 參照：機構投資人盡職治理守則第三章。

³⁵¹ 參照：機構投資人盡職治理守則第四章。

³⁵² TWSE 公司治理中心網站，<https://cgc.twse.com.tw/front/stewardship>。

³⁵³ 英國之規範模式在實際運作下乃本國之資產管理者均被要求遵循盡職治理守則，外國機構投資人則得自由選擇是否遵循；且無論係被要求或自願遵循守則者，英國均採取「適用與解釋」(Apply and Explain) 原則，導正過去採取「遵循或解釋」原則下強制力不足、守則因而無法切實達到盡職治理之缺憾。參照：張景儒，我國機構投資人盡職治理之研究——以盡職治理守則推動 ESG 投資，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文，頁 32-43 (2022 年)。

³⁵⁴ 郭大維 (註 337)，頁 119-120。

向似囿於「表決權行使」之推動，反忽視其他足以促進股東參與之管道。申言之，以表決權行使作為強化股東會機能之手段固有其理，惟其僅具有「同意」與「反對」兩種選項，難以全面揭露股東之意向及考量，此與「審議民主理論」透過意見交流過程揭露資訊之內涵存在扞格³⁵⁵。

總的而言，機構投資人之特性使其具備「強化股東會機能」之潛力，自近期國際與我國之立法變革均可窺見其重要性。我國主管機關之改革藍圖固然仍存在一定改善空間，惟大致方向已然正確。本文認為，我國未來之展望乃持續強化、多元化與具體化機構投資人之資訊揭露義務，以期許其成為資訊傳播之中心與引領小股東積極行使權利之引路人。

第三款 股東提案權制度之改革與救濟

採取英國法路徑下，企業內部之權限劃分訴諸章程，股東會復享有章程修訂與以特別決議指示董事會之權限，故「股東提案權」之範圍自然亦應隨之擴張；然而，對股東提案權採取開放態度勢必伴隨著「濫行提案」之成本，例如董事會處理提案、公司寄發通知、營運遭受不當干擾等成本。對此，英國法之因應之道乃設計「使用者付費」機制。若股東行使權利時需自負成本，自會審酌行為衍生之預期效益與負擔之費用，英國法即以此抑制無謂且難以獲得共識之提案。我國法若欲採行英國法之路徑，亦須減緩「濫行提案」之問題，本文認為英國法之「使用者付費」理念誠值參考。

舉例而言，CA 2006 第 340 條(2)項要求提案股東原則上自行負擔寄發通知成本，且應於一定期間內將相當之金額支付予公司，否則公司毋須採納此提案³⁵⁶；同條之(1)項則規定若股東在開會前一會計年度終了前即將議案送達公司，即可

³⁵⁵ 黃朝琮（註 333），頁 133-139。其文指出：「將股東參與直接化約為投票權之行使，將忽略審議活動所凸顯之自我治理意涵，以及所將帶來之提升決策品質、教育股東等益處，故儘管表決權之行使有其作用，但並非唯一目的，亦不應過度延伸而整個蓋過審議之重要性。」

³⁵⁶ Companies Act 2006, s. 340(2).

免負擔寄發成本³⁵⁷。英國法在利用「提案成本」機制減緩濫行提案之際，亦有適當之例外情形——除非公司另有決議或股東提早送達議案，恰符合近期國際上提倡股東行使權利之潮流，本文認為頗值我國借鏡。



此外，英國法有關「股東陳述權」與「議題提出權」之規定若能配合適當之付費機制，亦有引進之實益。於股東陳述權，CA 2006 規定陳述之內容上限為 1000 字³⁵⁸，不僅較我國股東提案字數上限之 300 字為多，故更能確切揭露股東提案之目的與細節；亦因「股東陳述」之適用並不限於股東提案資訊之揭露，而及於股東常會以外之會議之意見表達，故提供股東更多元之方式以傳達自身意向³⁵⁹。於股東議題之提出權，CA 2006 允許股東提出特定議題在股東會上處理³⁶⁰，毋須提出議案³⁶¹。此制之優點在於：其提供了另外一種股東藉由討論與表決形成共識、藉以傳達意向之管道，且若涉及特定議題之股東提案因侵越董事會之權力而不具有拘束性，此制得以作為無拘束力、但足以表達股東意向之備案。更重要者，這兩種制度在英國法下都有類似股東提案權之「使用者付費」機制與資格要件，故亦有阻遏股東濫行使用之功能。本文認為，股東陳述權與股東議題之提出權賦予了股東更多元之參與管道，頗有鼓勵股東積極行使權利之效，故若能配合適當之成本負擔機制，我國應有引入之價值。

另一個涉及股東提案權之待解問題為「救濟機制」。採取英國法路徑下，理論上股東會得透過修改章程調整內部機關之權限，惟此前提乃董事會遵法將提案提出於股東會。縱使依照英國法與我國法現有之規範——修改章程乃股東會專屬權限、且無董事會先行提出之程序要件，惟實務運作上仍需由董事會將修改章程之提案載明於召集通知，故股東提案權未必得以發揮預期之效能，蓋董事會可能違法不列入議案；此問題並不止於修改章程而及於所有應經股東會決議之事項。

³⁵⁷ Companies Act 2006, s. 340(1).

³⁵⁸ Companies Act 2006, s. 314(1).

³⁵⁹ 參照：許容慈，股東提案制度之檢討——以公開發行公司為討論對象，臺灣大學法律學研究所碩士論文，頁 71 (2013 年)。

³⁶⁰ Companies Act 2006, s. 338A(1).

³⁶¹ 曾宛如、黃銘傑（註 286），頁 31。

事實上，若董事會違法不列入議案，我國現行法不僅未有適當之嚇阻機制，亦未提供股東足夠之救濟管道，形成股東會理論上有權提案與決策，實際上表決權卻大受限制之窘境。其一，公司法第 172 條之 1 第 7 項雖有罰鍰規定，惟單純之金錢不利益對於董事會之嚇阻效果實屬有限，尤其是若違法得以鞏固其經營地位，在利益衡量下渠等可能寧願繳納罰鍰，亦不願意遵法；其二，公司法第 23 條 1 項與第 193 條 2 項之「受任人義務」雖均能在董事會違法不列入議案時產生規制效果，惟其條文之構成要件皆存在「致公司受有損害」，且請求權人為「公司」，故不僅在舉證時產生相當阻礙，亦使「特定股東」缺乏訴追之誘因，恐無法提供股東有效之救濟³⁶²；其三，若以「撤銷股東會決議」作為救濟，縱將「董事會違法不列入議案」解為一種召集程序之瑕疵或決議方法之違法，似亦難以透過「撤銷」而有效實現股東之權利。再者，若允許撤銷該次股東會決議，可能「矯枉過正」地使其他議案一併受到波及，從而浪費重新召開股東會之成本³⁶³。惟更加致命的是，「撤銷股東會決議」並非有效之救濟手段，蓋「撤銷」並不能因此使議案進入股東會中；其四，「定暫時狀態假處分」雖可直接實現股東提案被列入股東會之目的，惟在商審法制定以前，以此作為救濟手段之實務案件之成效似乎頗為有限，且即使在商審法制定後，股東提案權得否落實仍尚待觀察³⁶⁴。

有鑑於以上機制在保障股東之提案權上皆有所缺陷，學說上有主張引進英國法之「董事失格制度」者，認為其彈性、廣泛之失格事由與失格效果得以有效遏止董事違法行為，藉此達到嚇阻董事違法不列入議案之成效³⁶⁵；此外，英國法之「不公平侵害救濟制度」似亦為可行之方案，根據CA 2006之規定第 994 條規定，在以下情形，股東得向法院提起訴訟請求救濟：(一) 公司事務之執行對全體股東或特定股東之利益造成不公平侵害；(二) 公司實際行為、擬從事行為或不作

³⁶² 林國全，二〇〇五年公司法修正條文解析（上），月旦法學雜誌，124 期，頁 279（2005 年）。

³⁶³ 林國全，同前註。

³⁶⁴ 參照：林恒志，股東提案權爭議與商業事件審理新制之探討，臺灣財經法學論叢，4 卷 1 期，頁 49-62（2022 年）。

³⁶⁵ 曾宛如（註 79），頁 156-158；曾宛如，我國公司法待決之問題——以公司法制基礎理論為核心，月旦法學雜誌，181 期，頁 52-53（2010 年）。

為使全體股東或特定遭受不公平侵害，或使其等有受侵害之虞者³⁶⁶。救濟效果上，依同法第 996 條，法院得依據股東所提出之請求並衡酌個案情狀，透過命令規制公司之作為、命令公司繼續作為或禁止作為、命令其他股東或公司收購股份等³⁶⁷。循此，當董事違法不列入股東提案，若得訴諸不公平侵害救濟制度——由法院直接命令公司列入議案，實屬最有效之救濟方式。

本文在此無欲深入評析以上兩種制度如何確保股東提案權之落實，惟仍呼籲我國立法者應正視股東提案權之救濟管道，蓋現行法提供股東之救濟實屬有限。事實上，無論是董事失格制度抑或是不公平侵害救濟制度，於我國學界早已不乏深入研究與倡導引進之文獻³⁶⁸。渠等對於股東之保障、董事違法行為之遏止皆頗有潛力，若我國政策上決定採取英國法路徑，則是否引進該等制度、引進後又應如何建構勢必成為更加迫切之議題。

第四項 小結

本節針對我國法制若採取英國法路徑下可能引發之不足之處，提出相關配套措施之檢討。首先，否認董事會專屬權限、允許企業以章程自由安排其權限分配意味著股東涉入經營之機會增加，由此產生「控制股東濫權」、「少數股東權益保障」等疑慮。本文分別探究了「股東表決權迴避」、「控制股東受任人義務」與「多數決之衡平界限」等潛在防免機制，並發現前二者之功能較為有限；而我國實務若能建構出具有可預測性及妥適性之「衡平界限」，確為保障少數股東權益之最佳方式；惟本文亦主張法院在適用衡平界限之際應將審查重點置於後續「權限行使」上，以個案判斷該決議是否過度侵害少數股東之利益，避免法院在審查「權

³⁶⁶ See Companies Act 2006, s. 994.

³⁶⁷ See Companies Act 2006, s. 996.

³⁶⁸ 參照：郭大維，論我國公司法下董事失格制度之建構，輔仁法學，56 期，頁 47-72 (2018 年)；曾宛如，公司外部監督之分析，臺灣大學法學論叢，31 卷 1 期，頁 195-201 (2002 年)；曾宛如（註 105），頁 22-25；郭昀翰，論少數股東之保護——以英國不公平侵害救濟制度為借鏡，政治大學法律學研究所碩士論文，頁 113-217 (2023 年)。另參照：公司法全盤修正修法委員會（註 12），頁 6-91~6-93。

限劃分」之衡平界限時侵蝕了英國法之自治精神。

再者，反對股東賦權之論者多著眼於股東會之「功能劣勢」。誠然，股東會之功能劣勢使股東會是否能發揮其應有功能備受質疑。惟本文認為，此劣勢非不得適度減緩。其一，強化董事會對於股東之資訊揭露。此有助於股東以較低成本取得決策相關之資訊，以此減緩「資訊不對稱」與「集體行為困境」等問題；其二，我國應持續重視機構投資人之角色與功能。現今國際之潮流乃強化機構投資人「積極行使股東權利」與「資訊揭露」之功能，蓋其作為資力、資訊較為雄厚之股東，頗具「振興股東會功能」、「引領小股東」之潛力；其三，股東提案權制度應有所改革，並應賦予股東更有效之救濟方式。為因應採取英國法下可能浮濫之提案成本，我國似有必要引進英國法股東提案權之「使用者付費機制」，並可思考是否在此基礎上再引進股東陳述權與議題提出權等有利於股東參與之制度。此外，股東提案權乃實現英國法精神最重要之管道，故不應任由其功能受到限制。我國現有法制並未在股東提案權制度上賦予股東有效之救濟機制，使其功能大受減損，未來勢必需要考量「董事失格制度」、「不公平侵害救濟制度」等機制之引進可能性。





第五章 結論

股東會與董事會之權限劃分乃公司法制歷久彌新之議題，企業內部組織運作、營運績效漲跌、機關權責釐清與利害關係人保護等面向均受其影響至深。我國之權限劃分政策自過往時代即不甚明確，縱 2001 年修正公司法第 202 條後，曖昧不明之處依然存在。本文透過我國現有制度與文獻之回顧、比較法之研究，期能解決我國法制既有之諸多爭議，並重新建構我國權限劃分法制應有之風貌。

本文主張公司法第 202 條之「業務執行」指涉公司全體事務，並無必要區分「業務執行」與「非業務執行事項」。原因在於若能適當地破除董事會專屬權限、由公司自由透過章程分派權限於最適當之機關，非但不會影響股東之權益，亦得免去解釋何謂「業務執行」之困境。「業務執行」文義的第二個不妥適之處在於：董事會職司「業務執行」早已與現行大型企業之常態不符。本文主張公司法制應與時俱進，在理解大型企業之董事會通常居於「重大業務決策」、「監控經營階層」之地位後，揚棄董事會乃「執行機關」之陳舊觀念，並引進「監控型董事會」之制度。

就我國公司法第 193 條與第 202 條之衝突，本文主張應以「同等理論」與英國判例法之發展為借鏡形成妥適之解釋論。英國判例法與「同等理論」揭示：權限透過章程與法令劃分後，各機關均不得任意僭越其他機關之權限範圍，縱股東會有權修改章程剝奪董事會之權力亦然。此論點之正當性在於董事會必須享有「獨立權限」、不必附麗於股東會之首肯始得發揮應有之功能，且亦能避免責任劃分不清之弊。循此，我國應揚棄過往佔據主導地位之「股東會至上」理念，權限之劃定端視章程與法令為準，故第 193 條之「股東會決議」應目的性限縮至「股東會所得決議之事項」；此外，本文認為股東會得否以「特別決議」干預董事會經營之爭議頗為有趣。此問題現階段於我國尚無討論實益——蓋我國未有類似英

國模範公司章程第4條之規範，惟若我國有意採擇英國法路徑，此爭議或許得成為我國制度設計之借鏡；最後，股東會至上之揚棄亦足以解決權限分配之特殊情況——無論是機關逾越權限、股東會追認董事會之議案，均屬不可，蓋渠等已違反法令與章程劃定之權限範圍。

在專屬權限之研究中，本文依照「非公開發行公司」與「公開發行公司」之區分標準，主張我國應基於大小公司治理分流之理念而有相異考量。於「非公開發行公司」，鑑於英美法之啟示、小型企業理應享有更高之自治空間、與法定分權之重要性偏低，應全然破除董事會專屬權限；於「公開發行公司」則有截然不同之思考模式。

公開發行公司中股東會與董事會之權限劃分向來為文獻著墨之重點。原因在於公開發行公司具有「股權極為分散」、「經營與所有分離」、「股東面臨集體行為困境」等特徵，使董事會中心、股東權弱化取得有力論據。本文以美國之「股東主動權」論辯作為楔子，分析英美法路徑之優劣之處。經探究後，本文認為力主美國式董事會優位主義之論點——公司組織理論之推導、功能優勢、股東利益分歧與投機主義、強化股東權之實益極低等質疑，均不足以正當化「法定」之董事會優位主義。各種公司組織理論本身均有些許缺陷，且單以「本質理論」建構權限劃分政策於特定情形可能招致失衡的結果；董事會之「功能優勢」洵屬難以駁斥之堅強論點，惟似無以正當化立法「強制」企業採行董事會優位主義、經營與所有分離模式，蓋英國法之經驗為縱允許章程自治亦無礙大型企業維持「專業性」與「效率」，反而使其得以保有相當彈性，以應對千變萬化之商業環境；股東利益分歧與投機主義亦引發股東行動主義與短期主義之疑慮。渠等雖因我國控制股東受任人義務之真空、強制累積投票制之堅持與少數控制股東結構而有加劇可能，惟此現象之利益權衡在我國法制背景下尚缺乏實證研究，尤其是行動股東之態樣及影響力、受任人義務之落實程度，故不宜逕自將權限集中至董事會；以股東主動權治理模式之絕跡論證其實益低落亦有疑義，蓋美國法制長期獨尊董事會、弱

化股東權，州法競爭之論辯亦說明「董事會優位主義」之勝利未必得以證實股東賦權之效益較為低落；此外，破除董事會專屬權限之意義僅在於董事會不得處於「隔離」（Insulation）之地位，並非意味著權限因此全然移轉至股東會。在此概念下，無論是有限度的干預、無直接實行干預，企業均能在「功能」與「監控」間自由形成最適合之治理結構，無需小題大作。

相較而言，英國法路徑在保有「功能優勢」之虞，尚賦予企業因時制宜之自治空間，使其得以彈性調整內部組織事務以應對特殊情形；此外，本文贊同英國法政策之原因更在於：「劃定董事會專屬權限」必然招致掛一漏萬之弊，蓋各企業均有相異之最適權限劃分結構，「劃定範圍」可能剝奪少數企業採取最適結構之權利；最後，縱置於我國特有之「少數控制股東結構」下，英國法路徑理論上仍得發揮一定效益。循此，本文主張英國法制乃較為適宜之政策選擇，我國公司法第 202 條之解釋論應融入渠等之自治精神。

鑑於權限劃分規範之強行化與否牽涉「專屬權限」之認定，本文亦自該角度切入，對公司法中「權限劃分」規範乃強行規定之論點提出質疑，並反省我國司法實務長久以來將「法定應經董事會決議事項」解為董事會專屬權限之觀點。本文主張我國不應一視同仁地將權限分配規範解為強行規定，至少應區分「應經股東會決議之事項」與「應經董事會決議之事項」而有相異思考。於我國法定應經股東會決議之事項中，本文認為「董事報酬之決定」與「盈餘分派之決定」以外，其餘均屬強行規定。以「投機性修改假說」作為基礎，此等權限乃股東寥寥無幾得以監控經營階層之管道，若不賦予其專屬地位，可能置經營階層於無監控之真空狀態，進而使利益大量流向內部人；於我國法定應經董事會決議之事項則有迥然有異之考量。經本文研究後，無論基於「比較法經驗」、「國家經濟政策」、「投機性修改假說」之論點，均無法證立渠等規定之強行化地位。循此，本文認為我國或得將公司法明文列舉之諸多董事會權限規範視作「預設規定」。

「股東會專屬權限」之探究中，除董事報酬決定與盈餘分派決定外，我國明

文應經股東會決議之事項均契合公司法制將權限置於股東會之法理——與其投資風險關聯甚鉅、董事面臨利益衝突、具備高度投資性質，故應認定為其專屬權限；於董事報酬之決定權限，我國現有法制已與商業實務現狀脫節。本文基於學術文獻與比較法經驗對於「董事會中心」之提倡，主張我國不應再自欺欺人似地堅守「股東會中心」，惟亦不宜逕行採取「董事會中心」，蓋國際上 Say on Pay 制度之啟示乃適時的股東監控得以抑制經營者報酬浮濫等代理問題。循此，本文主張我國破除股東會對於董事報酬議定之專屬地位，轉向以「自治」之方式允許企業自行擇定最適之報酬決定機關——將公司法第 196 條解為「預設規定」；於盈餘分派之決定權限，商業實務上多由董事會掌控分派案之實質內容，凸顯法規文義與實務亦呈現脫節狀態。基於盈餘分派牽涉資金運用等專業事項，且未若其餘基本事項變更之代理成本如此嚴重，故存在破除股東會專屬地位之正當性。惟盈餘分派畢竟牽涉股東投資權益甚鉅、亦與代理問題息息相關，故本文主張破除股東會專屬地位之虞，並不贊成轉向董事會中心，而係由企業自行擇定最適之盈餘分派決定機關。

在「董事會專屬權限」之研究中，本文開宗明義地指出：較為理想之政策選擇乃英國法之路徑——全然破除董事會專屬權限。首先，我國司法實務以「法定權限種類」作為區分標準難以針對個案得出妥適之結論，例如發行新股之態樣多元、一律由董事會獨攬可能招致不妥適之結果。再者，學術文獻以「抽象分類標準」亦非適宜，原因有三：(一) 勢必產生界線模糊之弊；(二) 對「法安定性」與「交易安全」之危害甚鉅；(三) 仍可能不當地剝奪企業自治之空間。本文進一步針對三項權限個別剖析其是否有居於董事會專屬權限之正當性。

其一乃「經理人之任免與報酬事宜」。本文從正反觀點自我論辯，自「授權者與監督者合一」之角度切入，僅有授權者——「董事會」享有監控經理人之地位；惟自「企業自治」、「章程對於經理人事宜之干預功能」等面向出發，似亦無必要強制企業交由董事會處理；本文最終採取了較為保守之看法——允許章程施

加特定限制、不宜全然破除董事會之專屬地位，蓋現階段由股東會實行監控尚存在難以克服的現實上困境，惟若我國未來得以強化股東會之功能、相關見解亦發展成熟，則確有討論之實益。



其二乃「分次發行新股」。本文基於以下三個理由，全然否定了發行新股權限專屬於董事會之觀點：(一)授權資本制無法說明此權限由董事會專屬之理由，反而凸顯了股東會透過「章程」將發行新股權限「授權」於董事會之過程；(二)發行新股之態樣極其多元，絕非止於「一般日常營運」，故於其他牽涉股東權益甚鉅之類型——控制權移轉交易、敵意併購防禦措施、關係人交易等情形，頗有股東會決策之正當性，「章程」厥為權限妥適分派之正當管道；(三)縱係「一般日常營運」之發行新股，亦因「表決權比例稀釋」、「股份價值稀釋」等考量而有股東會干預之正當性，若企業有其需求，實不必硬性限制由董事會決策。

其三乃「共享權限事項之提案權」。本文爬梳文獻上之正反意見，認為雙方論點均頗有見地，重要者為股東享有「主動提案權」不必然導出效率或無效率之結果。然而，本文亦採取了較為保守之觀點，蓋一如經理人事宜之顧慮，我國股東現階段是否足以勝任「共享權限事項」之提案角色大有疑義，此肇因於共享權限事項之重大性與複雜性可謂公司事務中無人能出其右。循此，本文認為破除董事會專屬地位之時機似乎尚未成熟，惟仍展望未來我國股東會得以克服此等困境，彼時始有嚴肅探討之餘地。

最後，我國若有意採行英國法，須正視其政策引發之潛在疑慮：少數股東之保障與股東會之功能劣勢。於少數股東之保障，本文指出「表決權迴避制度」、「控制股東之受任人義務」洵非正道，「表決權行使之衡平界限」始有達成此目的之潛力。本文亦主張，衡平界限之審查應著重於後階段之「權限行使」，蓋此厥為少數股東之利益遭受剝奪之時機，且若過度置重於前階段之「權限劃分」，可能侵蝕英國法路徑之美意；於股東會功能之劣勢，本文主張應透過「董事會之資訊揭露」、「強化機構投資人之功能」與「股東提案權制度之改革與救濟」著手。前



二者乃藉由課以經營階層、影響力與日俱增之機構投資人相關義務，提供散戶股東相當之專業資訊，進而引導全體股東積極行使表決權。後者則基於提案權制度乃股東參與公司事務之要角，故必須確保其功能得以適當發揮。本文主張或有參酌英國法股東提案相關制度之實益，亦有引進股東提案權救濟機制之必要——諸如董事失格制度與不公平侵害救濟制度。

權限劃分政策牽涉之面向極為廣泛，欲在利益衡量上取得妥適之結論絕非一蹴可就，故本文研究之面向、論證與結論必然存在諸多盲點與瑕疵。然而，此亦為學術研究之目的之一：以己文未竟之處，喚起社會與更多學術研究對此之著墨。希冀本文之誕生，得以對我國權限劃分法制之革新提供些微貢獻。彼時，縱然本文之存在已沉入象徵遺忘的舊時代斷層之中，亦足以使作者聊以慰藉。

參考文獻



一、中文參考文獻

(一) 專書

王文字（2018 年），公司法論，修訂 6 版，臺北：元照。

王澤鑑（2020 年），民法總則，5 版，臺北：元照。

王澤鑑（2020 年），民法總則，5 版，臺北：元照。

柯芳枝（2012 年），公司法論（上），修訂 8 版，臺北：三民。

柯芳枝（2013 年），公司法論（下），9 版，臺北：三民。

曾宛如（2020 年），證券交易法原理，修訂 7 版，臺北：元照。

廖大穎（2009 年），公司法原論，增訂 5 版，臺北：三民。

劉連煜（2018 年），現代公司法，增訂 13 版，臺北：新學林。

(二) 書之篇章

方嘉麟（2005 年），會計表冊承認制度之研究論違法盈餘分派之責任歸屬，收於：

現代公司法制之新課題——賴英照大法官六秩華誕祝賀論文集，頁 397-426，
臺北：元照。

方嘉麟（2011 年），論股東會與董事會權限之劃分：對經營權爭奪之影響，收於：

財經法新課題與新趨勢，頁 3-46，臺北：元照。



邵慶平（2009年），股東會與董事會權限分配法制的比較——以 CA v. AFSCME 為中心，收於：企業與金融法制：余雪明大法官榮退論文集，頁 261-280，臺北：元照。

邵慶平、許雅華（2017年），股東會之臨時動議與股東提案權——制度配套下的解釋取向，收於：財經法制論文輯（卷一），頁 181-190，臺北：新學林。

曾宛如（2016年），章程自治與少數股東保護間之平衡設計，收於：當前公司與證券法制新趨勢：賴英照講座教授七秩華誕祝賀論文集，頁 415-434，臺北：元照。

黃朝琮（2022年），非合意收購法制芻議，收於：公司法論文集 II：特殊交易型態與資訊揭露，頁 1-76，臺北：新學林。

戴銘昇（2018年），經營者持股成數規範之研究，收於：證券交易法物語（二），頁 275-313，臺北：元照。

（三）期刊論文

方嘉麟、朱德芳（2015年），公司章程自治之界限——以章程置入反併購條款之可行性為核心，政大法學評論，143 期，頁 239-302。

方嘉麟、林郁馨（2016年），複數表決權股之立法政策分析——以臺灣及香港為例，月旦民商法雜誌，52 期，頁 42-61。

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

王文字（2002年），企業併購法總評，月旦法學雜誌，83 期，頁 70-85。

王文字（2003年），公司章程之定位與資本制度之改革，法令月刊，54 卷 10 期，頁 38-52。

王文字(2005年),非合意併購的政策與法制——以強制收購與防禦措施為中心，
月旦法學雜誌，125期，頁155-175。

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

王文字(2006年)，股東會與董事會共享之權利，月旦法學教室，44期，頁24-25。

王文字(2007年)，股東提案權，月旦法學教室，58期，頁22-23。

王志誠(2006年)，閉鎖性公司少數股東之保護，政大法學評論，89期，頁
193-274。

王志誠(2010年)，股東之一般提案權、特別提案權及臨時動議權——最高法院
九十六年度台上字第二〇〇〇號判決之評釋，月旦法學雜誌，185期，頁
210-224。

朱德芳(2006年)，效率、併購與公司治理——以敵意併購法規範為核心，中原
財經法學，17期，頁195-259。

朱德芳(2008年)，論公開發行公司之資本結構重組與公司治理：以形式減資與
私募增資為核心，臺灣大學法學論叢，37卷2期，頁81-150。

朱德芳(2010年)，論公司法下董事會發行新股之權限與責任——以公司法第一
五六條第五項股份交換制度為核心，兼論股東優先認股權之存廢，政大法學
評論，115期，頁149-242。

吳從周(2004年)，論民法第一條之「法理」——最高法院相關民事判決判例綜
合整理分析，東吳法律學報，15卷2期，頁1-104。

杜怡靜(2014年)，從日本之提案權制度反思我國股東提案權以及臨時動議提出
權，中原財經法學，33期，頁1-67。

周振鋒（2014 年），美國 Say-on-pay 制度介紹與引進可行性之分析，政大法學評論，137 期，頁 217-266。

周振鋒（2022 年），自檢視公司法第 178 條規範析論股東利益衝突之解決模式，政大法學評論，170 期，頁 129-203。

林仁光（2002 年），資本維持原則之重新檢視，台灣本土法學雜誌，33 期，頁 47-60。

林仁光（2006 年），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，臺灣大學法學論叢，35 卷 1 期，頁 157-266。

林恒志（2022 年），股東提案權爭議與商業事件審理新制之探討，臺灣財經法學論叢，4 卷 1 期，頁 1-64。

林郁馨（2014 年），公開發行公司經營者薪酬決定機制之實證分析——兼論薪資報酬委員會新制，中研院法學期刊，14 期，頁 245-317。

林國全（2005 年），二〇〇五年公司法修正條文解析（上），月旦法學雜誌，124 期，頁 279。

林國全（2005 年），董事違法拒絕股東提案，台灣本土法學雜誌，73 期，頁 127-131。

林國全（2006 年），董事報酬請求權——評最高法院 94 年度台上字第 2350 號判決，月旦法學雜誌，135 期，頁 245-250。

林國全（2007 年），章定股東會決議事項，月旦法學教室，56 期，頁 24-25。

林麗香（2006 年），股東提案權之法律問題研究，法政學報，20 期，頁 1-24。

邵慶平（2005 年），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（上），政大法學評論，89期，頁107-150。

邵慶平（2005年），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（上），政大法學評論，88期，頁107-150。

邵慶平（2005年），論股份有限公司中所有與經營的合一與分離，月旦法學教室，34期，頁88-96。

邵慶平（2006年），規範型態與公司治理模式的建構——累積投票制「變」與「不變」的省思與啟示（下），政大法學評論，89期，頁109-142。

邵慶平（2006年），論股東會與董事會之權限分配——近年來公司法修正之反思，東吳法律學報，17卷3期，頁139-182。

邵慶平（2007年），股東會與董事會的權限分配——對董事報酬決定權的觀察與分析，興大法學，1期，頁77-117。

邵慶平（2009年），規範競爭理論與公司證券法制的建構：兼論對台灣法制的可能啟示，臺灣大學法學論叢，38卷1期，頁1-59。

邵慶平（2015年），投保中心代表訴訟的公益性：檢視、強化與反省，臺灣大學法學論叢，44卷1期，頁223-262。

邵慶平（2015年），股東會決議權限之解釋——最高法院103年度台上字第二七一九號民事判決，月旦裁判時報，36期，頁19-24。

邵慶平（2019年），2018年公司法與證券交易法發展回顧，臺灣大學法學論叢，48卷特刊，頁1733-1760。

邵慶平、施昭邑（2018年），閉鎖性股份有限公司之股東人數上限的反思，財政法學研究，1卷1期，頁27-71。

洪秀芬(2005 年),董事會與股東會權限之爭議,月旦法學教室,31 期,頁 32-33。

洪秀芬 (2006 年),董事會獨立經營權限及董事注意義務,政大法學評論,94 期,頁 217-266。

洪秀芬 (2006 年),董事會獨立經營權限及董事注意義務,政大法學評論,94 期,頁 217-266。

洪秀芬 (2012 年),論股東提案得排除事由「非股東會所得決議」之判斷,月旦法學雜誌,203 期,頁 63-76。

徐聖評 (2018 年),董事會內部瑕疵與外部效力影響之實證研究,軍法專刊,64 卷 6 期,頁 92-136。

張心悌 (2006 年),公開發行公司高階經理人報酬決定與監督之研究,臺北大學法學論叢,58 期,頁 1-42。

張心悌 (2014 年),合併案之股東提案權,月旦法學教室,141 期,頁 27-29。

張心悌 (2014 年),薪資報酬委員會獨立性與專業性之再思考,月旦法學雜誌,233 期,頁 115-135。

張心悌 (2021 年),股份逆向分割與少數股東之保護,臺灣財經法學論叢,3 卷 1 期,頁 1-44。

梁宇賢 (2005 年),公司股東會委由董事會決定各個董事分配之報酬額是否有效——評最高法院九十三年度台上字第一二二四號判決,月旦法學雜誌,121 期,頁 222-228。

莊永丞 (2018 年),公司法最新修正簡評,萬國法律,221 期,頁 40-50。

莊永丞 (2018 年),未經股東會決議之公司重大行為效力——兼評 97 年度台上

字第 2216 號判決，財金法學研究，1 卷 2 期，頁 147-175。



許惠峰、陳昱龍（2012 年），敵意併購策略適法性暨經濟效益分析——以炎洲敵意併購亞化為例，華岡法粹，53 期，頁 85-126。

郭大維（2010 年），論敵意併購下目標公司董事之義務與司法審查標準——我國法與美國法之比較研究，輔仁法學，39 期，頁 49-100。

郭大維（2011 年），論董事報酬決定機制之建構——從最高法院九十八年度台上字第 935 號民事判決談起，月旦法學雜誌，198 期，頁 191-212。

郭大維（2018 年），論我國公司法下董事失格制度之建構，輔仁法學，56 期，頁 35-75。

郭大維（2020 年），股東協議與公司治理——公司法制下契約自由之範圍與界限，台灣法學雜誌，385 期，頁 35-47。

郭大維（2023 年），公司治理與機構投資人——以機構投資人之盡職治理為例，臺灣財經法學論叢，5 卷 1 期，頁 89-124。

陳俊仁（2010 年），公司治理與股東權益維護——論股東會章訂專屬決議權限之規範缺失，月旦法學雜誌，184 期，頁 41-59。

陳俊仁（2012 年），公司治理與董監事暨經理人薪資報酬決定權——薪資報酬委員會制度規範之商榷，月旦法學雜誌，207 期，頁 38-51。

陳彥良（2006 年），反併購措施法制之研析（上）——德國法啟示兼論金鼎案之實證，台灣本土法學雜誌，86 期，頁 7-26。

陳彥良（2012 年），股東會有無權限變更董事會提出盈餘分派議案之問題，月旦法學教室，118 期，頁 24-26。

陳彥良（2017 年），股東會股東權現代化之建構——由民間公司法全盤修正委員會修法建議出發，月旦法學雜誌，268 期，頁 45-58。



陳彥良（2021 年），多次盈餘分派決策權限相關問題，月旦法學教室，221 期，頁 16-19。

陳彥良、邱佳慶（2019 年），由公司治理與股東行動主義面向論公司法第 173 條之 1 相關要件之適用，財金法學研究，2 卷 1 期，頁 29-59。

陳盈如（2021 年），控制股東主導交易審查標準之建構——以現金逐出合併為中心，輔仁法學，62 期，頁 65-147。

曾宛如（2002 年），公司外部監督之分析，臺灣大學法學論叢，31 卷 1 期，頁 147-213。

曾宛如（2006 年），「讓與全部或主要部分營業或財產」之探討：兼論董事會與股東會權限劃分之議題，臺大法學論叢，35 卷 1 期，頁 267-310。

曾宛如（2007 年），公司經理人之功能與權限，臺灣大學法學論叢，36 卷 4 期，頁 123-155。

曾宛如（2008 年），少數股東之保護與公司法第二三條第二項——兼評台南高法院八十七年度重上更一字第二二號判決及九十六年度台上字第一八六號判決，月旦法學雜誌，159 期，頁 264-273。

曾宛如（2010 年），我國公司法待決之問題——以公司法制基礎理論為核心，月旦法學雜誌，181 期，頁 50-62。

曾宛如（2010 年），股東會與公司治理，臺灣大學法學論叢，39 卷 3 期，頁 109-166。

曾宛如（2011 年），2010 年公司與證券交易法發展回顧，臺灣大學法學論叢，40 卷特刊，頁 1877-1906。

曾宛如（2011年），多數股東權行使之界限——以多數股東於股東會行使表決權為觀察，月旦民商法雜誌，31期，頁23-38。



曾宛如（2011年），違法發行新股之效力：自董事會決議瑕疪論之，月旦裁判時報，9期，頁100-108。

曾宛如（2013年），證券交易法之現狀與未來——期許建構體例完善的證券法規，月旦法學雜誌，217期，頁93-107。

曾宛如（2015年），公司參加代位訴訟與表決權迴避行使之適用：兼論股東會與董事會權限劃分——最高法院一○三年度台上字第二七一九號民事判決與臺灣高等法院高雄分院一○二年度抗字第二三七號民事裁定之評析，月旦裁判時報，39期，頁21-30。

曾宛如（2017年），公司治理法制之改造，月旦法學雜誌，268期，頁17-29。

曾宛如（2018年），公司內部意思形成之欠缺或瑕疪對公司外部行為效力之影響：兼論董事（長）與經理人之代表權與代理權，臺灣大學法學論叢，47卷2期，頁707-759。

曾宛如（2022年），家族企業之傳承與併購防禦——公司法制之現況與不足，月旦法學雜誌，325期，頁18-31。

黃朝琮（2020年），公司治理之審議民主面向，臺北大學法學論叢，115期，頁61-169。

黃銘傑（2000年），公司監控與監察人制度改革論——超越「獨立董事」之迷思，臺灣大學法學論叢，29卷4期，頁159-208。

黃銘傑（2006年），我國公司法制關於敵意併購與防衛措施規範之現狀與未來，月旦法學雜誌，129期，頁134-160。

黃銘傑（2015 年），2014 年公司法與證券交易法發展回顧，臺灣大學法學論叢，
44 卷特刊，頁 1567-1596。

楊岳平（2020 年），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，2 卷 1 期，頁 385-430。

楊岳平（2021 年），2020 年公司法與證券交易法發展回顧，臺灣大學法學論叢，
50 卷特刊，頁 1573-1605。

廖大穎（2003 年），論股東行使表決權迴避之法理——兼評台北地院九十一年訴
字第三五二一號民事判決，月旦法學雜誌，99 期，頁 236-253。

廖大穎（2011 年），股東會與董事會（二）企業自治與章程調整董事會權限，台
灣法學雜誌，168 期，頁 91-96。

劉連煜（1994 年），超越企業所有與企業經營分離原則——強制機構投資人分散
持股規定的檢討，政大法學評論，52 期，頁 411-422。

劉連煜（2008 年），股東及董事因自身利害關係迴避表決之研究——從台新金控
併購彰化銀行談起，台灣法學雜誌，112 期，頁 19-35。

劉連煜（2012 年），敵意併購下目標公司董事的受任人（受託）義務——以開發
金控敵意併購金鼎證券為例，政大法學評論，125 期，頁 1-53。

劉連煜（2020 年），大法官釋字第 770 號併購正當程序與權利救濟解釋的檢討——
以資訊揭露、利害迴避、現金逐出門檻與股份收買請求權為中心，月旦法學
雜誌，306 期，頁 86-110。

蔡昌憲（2005 年），公司契約理論於我國之具體實踐——市場契約自由與國家法
律干預間之權衡，法令月刊，56 卷 6 期，頁 39-67。

蔡昌憲（2007 年），企業自治之逆流？——擺盪於強行規定與任意規定間之累積

投票制，月旦財經法雜誌，8期，頁29-57。



蔡昌憲（2010年），法域競爭之運作內涵——從公司設立登記地競爭到美國沙賓

法引發之跨國上市競爭，臺北大學法學論叢，75期，頁117-174。

蘇怡慈（2018年），論併購交易中之控制股東受任人義務——兼論特別委員會之功能，東吳法律學報，29卷4期，頁35-72。

（四）學位論文

吳念真（2020年），再探股東提案權制度及其救濟途徑——以我國公開發行公司為中心，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

吳啟維（2022年），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。

金鼎（2010年），公司章程之效力與界限——以英美法制為借鏡，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

胡浩叡（2002年），股份有限公司內部機關之研究——以權限分配與公司治理為中心，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

張景儒（2022年），我國機構投資人盡職治理之研究——以盡職治理守則推動ESG投資，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

許容慈（2013年），股東提案制度之檢討——以公開發行公司為討論對象，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

郭昀翰（2023年），論少數股東之保護——以英國不公平侵害救濟制度為借鏡，國立政治大學法律學研究所碩士論文。

陳一心（2022 年），論股東協議制度——以表決權拘束契約與涉及董事權利義務之股東協議為中心，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

陳可邦（2021 年），董事薪酬決議機制之再建構，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

陳思穎（2016 年），從實證觀點探討我國敵意併購之法制，國立政治大學法律科際整合研究所論文。

黃柏嘉（2011 年），股份有限公司股東會與董事會權限劃分——論章定股東會權限範圍，國立政治大學法律學研究所碩士論文。

黃琪禎（2018 年），我國非公開發行公司治理路徑之探尋——從法制建構和實務運作出發，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

劉彥皇（2007 年），公司敵意併購防禦措施之研究，私立中原大學財經法律學系碩士論文。

劉晏如（2017 年），股東協議之研究，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

蔡昌憲（2004 年），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。

鄧曉恩（2013 年），少數股東的保護——以股東盈餘分派請求權為中心，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

（五）研討會論文

洪秀芬（2018 年），從德國法制轉換經驗看董事會功能之定位，「公司法全盤修正重要議題」研討會，臺灣大學法律學院商事法學中心、政治大學法學院財經法學中心主辦，2018 年 3 月 14 日。

黃銘傑（2018年），董事會功能之轉換與公司法制度修正應有之道——日本公司法的發展經驗，「公司法全盤修正重要議題」研討會，臺灣大學法律學院商事法學中心、政治大學法學院財經法學中心主辦，2018年3月14日。



（六）研究計畫

曾宛如、黃銘傑（2015年），董事會提名委員會制度之建置暨股東提案權機制之現狀與改善之研析，臺灣集中保管結算所；國立臺灣大學法律學院。

（七）其他資料

TEJ 資訊系統，<https://www.tej.com.tw/tejdoc/dbdocument/tw/wcsr34a.html>。

TWSE 公司治理中心網站，<https://cgc.twse.com.tw/front/stewardship>。

公司法全盤修正修法委員會（2018年），第三部分——修法建議，<https://www.law.ncu.edu.tw/uploads/asset/data/5fc364a5dca3a31002009616/section3.pdf>。

金融監督管理委員會（2018年），新版公司治理藍圖（2018~2020），[https://www.fsc.gov.tw/fckdowndoc?file=/新版公司治理藍圖\(2018~2020\)20180328\(2\).pdf&flag=doc](https://www.fsc.gov.tw/fckdowndoc?file=/新版公司治理藍圖(2018~2020)20180328(2).pdf&flag=doc)。

許秀惠、鄧凱元（2023年10月24日），等不到轉型？曾經的世界第一機殼廠可成與外資股東互槓始末，天下雜誌，<https://www.cw.com.tw/article/5125369>。

廖珮君（2023年8月15日），可成否決外資股東提案金管會開罰，經濟日報，<https://money.udn.com/money/story/5613/7371831>。

臺灣證券交易所，【歷年上市公司資本來源統計表】年報，<https://www.twse.com.tw/pcversion/zh/statistics/statisticsList?type=07&subType=256>。

二、英文參考文獻



(一) 專書

- ARROW, KENNETH J. (1974). THE LIMITS OF ORGANIZATION. New York: Norton.
- BAUMS, THEODOR & WYMEERSCH, E. (1999). SHAREHOLDER VOTING RIGHTS AND PRACTICES IN EUROPE AND THE UNITED STATES. Boston: Kluwer Law International.
- BERLE, ADOF A., JR. & MEANS, GARDINER C. (1968). THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY. 2th ed. New York: Harcourt, Brace & World.
- BLOCK, DENNIS J., BARTON, NANCY E. & RADIN, STEPHEN A. (1998). THE BUSINESS JUDGMENT RULE: FIDUCIARY DUTIES OF CORPORATE DIRECTORS. New York: Aspen Law & Business.
- DAVIS, PAUL L. (2003). GOWER AND DAVIES' PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW. 7th ed. London: Sweet & Maxwell.
- PENNINGTON, ROBERT R. (1995). COMPANY LAW. 7th ed. London: Butterworths.

(二) 書之篇章

- Armour, John H., and others (2017). The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class. Pp. 49-78 in *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, edited by Rainer Kraakman & John Armour et al, London: Oxford University Press.

Bebchuk, Lucian A., Kraakman, Reinier, and others (2000). Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights. Pp. 295-318 in *Concentrated Corporate Ownership*, 295, 295-296 edited by Randall K. Morck, Chicago: University of Chicago Press.

Davies, Paul L. (2015). Shareholders in the United Kingdom. Pp. 355-382 in *Research Handbook on Shareholder Power*, edited by Jennifer G. Hill & Randall S. Thomas, Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing.

Rock, Edward, and others (2017). Fundamental Changes. Pp. 171-204 in *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, edited by Rainer Kraakman & John Armour et al, London: Oxford University Press.

(三) 期刊論文

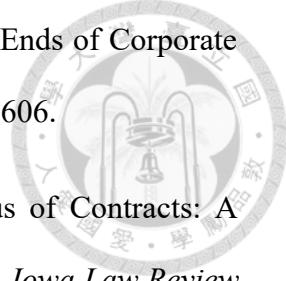
Alchian, Armen A. & Demsetz, Harold (1972). Production, Information Costs, and Economic Organization. *The American Economic Review*, 62(5), 777-795.

Anabtawi, Iman & Stout, Lynn. (2008). Fiduciary Duties for Activist Shareholders. *Stanford Law Review*, 60(5), 1255-1308.

Anabtawi, Iman. (2006). Some Skepticism About Increasing Shareholder Power. *UCLA Law Review*, 53(3), 561-600.

Bahls, Steven C. & Quist, Marcelle C. (1988). The ABA Model Statutory Close Corporation Act: New Opportunity for Made in Montana Corporations. *Montana Law Review*, 49(1), 66-121.

Bainbridge, Stephen M. (2002). Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance. *Northwestern University Law Review*, 97(2), 547-606.



Bainbridge, Stephen M. (2002). The Board of Directors as Nexus of Contracts: A Critique of Gulati, Klein& Zolt's 'Connected Contracts' Model. *Iowa Law Review*, 88, 1-36.

Bainbridge, Stephen M. (2002). Why a Board? Group Decisionmaking in Corporate Governance. *Vanderbilt Law Review*, 55(1), 1-56.

Bainbridge, Stephen M. (2006). Director Primacy and Shareholder Disempowerment. *Harvard Law Review*, 119(6), 1735-1758.

Bainbridge, Stephen M. (2006). Unocal At 20: Director Primacy in Corporate Takeovers. *Delaware Journal of Corporate Law*, 31(3), 769-864.

Bainbridge, Stephen M. (2011). Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II. *Minnesota Law Review*, 95(5), 1779-1821.

Bainbridge, Stephen M. (2016). Revitalizing Sec Rule 14a-8's Ordinary Business Exclusion: Preventing Shareholder Micromanagement by Proposal. *Fordham Law Review*, 85(2), 705-742.

Bainbridge, Stephen M. (2002). Director V. Shareholder Primacy in The Convergence Debate. *Transnational Lawyer*, 16(1), 45-62.

Bebchuk, Lucian A. & Fried, Jesse M. (2003). Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal Of Economic Perspectives*, 17(3), 71-92.

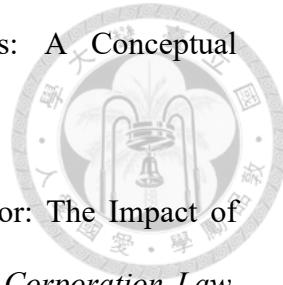
Bebchuk, Lucian A. (1989). Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments. *Harvard Law Review* 102(8),

1820-1860.



- Bebchuk, Lucian A. (1989). The Debate on Contractual Freedom in Corporate Law. *Columbia Law Review*, 89(7), 1395-1415.
- Bebchuk, Lucian A. (1992). Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law. *Harvard Law Review* 105(7), 1435-1510.
- Bebchuk, Lucian A. (2002). The Case against Board Veto in Corporate Takeovers. *University of Chicago Law Review*, 69(3), 973-1036.
- Bebchuk, Lucian A. (2013). The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value. *Columbia Law Review*, 113(6), 1637-1696.
- Bebchuk, Lucian Arye. (2005). The Case for Increasing Shareholder Power. *Harvard Law Review*, 118(3), 833-914.
- Boros, Elizabeth. (2010). How Does the Division of Power between the Board and The General Meeting Operate. *Adelaide Law Review*, 31(Special Issue), 169-186.
- Bratton, William W. & Wachter, Michael L. (2010). The Case against Shareholder Empowerment. *University of Pennsylvania Law Review*, 158(3), 653-728.
- Bratton, William W. (1988-1989). The "Nexus of Contracts" Corporation: A Critical Appraisal. *Cornell Law Review*, 74(3), 407-465.
- Cai, Jie & Walking, Ralph A. (2011). Shareholders' Say on Pay: Does It Create Value? *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(2), 299-339.
- Cary, William L. (1974). Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware. *Yale Law Journal* 83(4), 663-705.

Chizema, Amon (2011). The Empowerment of Shareholders: A Conceptual Perspective, *Journal of General Management*, 36(4), 23-35.



Coffee, John C. Jr. & Palia, Darius (2016). The Wolf at The Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance. *Journal of Corporation Law*, 41(3), 545-608.

Coffee, John C. Jr. (1997). The Bylaw Battlefield: Can Institutions Change the Outcome of Corporate Control Contests. *University of Miami Law Review*, 51(3), 605-622.

Cools, Sofie (2005). The Real Difference in Corporate Law Between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers. *Delaware Journal of Corporate Law*, 30(3), 697-766.

Cools, Sofie (2014). The Dividing Line Between Shareholder Democracy and Board Autonomy: Inherent Conflicts of Interest as Normative Criterion. *European Company and Financial Law Review (ECFR)*, 11(2), 258-296.

Easterbrook, Frank H. & Fischel, Daniel R. (1983). Voting in Corporate Law. *Journal of Law & Economics*, 26(2), 395-428.

Easterbrook, Frank H. & Fischel, Daniel R. (1986). Close Corporations and Agency Costs. *Stanford Law Review*, 38(2), 271-302.

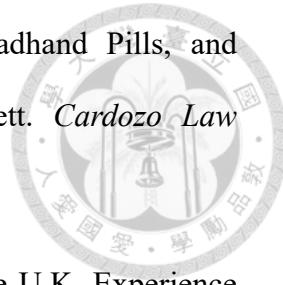
Easterbrook, Frank H. & Fischel, Daniel R. (1989). The Corporate Contract, *Columbia Law Review* 89(7), 1416-1448.

Eisenberg, Melvin A. (1999). The Conception that the Corporation Is Nexus of Contracts, and the Dual Nature of The Firm. *Journal of Corporation Law*, 24(4),



- Ertimur, Yonca, Ferri, Fabrizio & Muslu, Volkan (2001). Shareholder Activism and CEO Pay. *The Review of Financial Studies*, 24(2), 535-592.
- Fairfax, Lisa M. (2019). From Apathy to Activism: The Emergence, Impact, and Future of Shareholder Activism as the New Corporate Governance Norm. *Boston University Law Review*, 99(3), 1301-1346.
- Fama, Eugene F. & Jensen, Michael C. (1983). Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law & Economics*, 26(2), 327-350.
- Fama, Eugene F. & Jensen, Michael C. (1983). Separation Of Ownership and Control. *Journal of Law & Economics*, 26(2), 301-326.
- Ferri, Fabrizio & Maber, David A. (2013). Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK, *Review of Finance*, 17(2). 527-563.
- Fischel, Daniel R. (1981-1982). The "Race to the Bottom" Revisited: Reflections on Recent Developments in Delaware's Corporation Law. *Northwestern University Law Review*, 76(6), 913-945.
- Garms, R. Matthew. (1999). Shareholder By-Law Amendments and The Poison Pill: The Market for Corporate Control and Economic Efficiency. *Journal of Corporation Law*, 24(2), 433-452.
- Gilson, Ronald J. & Gordon, Jeffrey N. (2003). Controlling Controlling Shareholders. *University of Pennsylvania Law Review*, 152(2), 785-844.
- Gordon, Jeffery N. (1989). The Mandatory Structure of Corporate Law, *Columbia Law Review*, 89(7), 1549-1598.

Gordon, Jeffery N. (1997). Just Say Never? Poison Pills, Deadhand Pills, and Shareholder-Accepted Bylaws: An Essay for Warren Buffett. *Cardozo Law Review*, 19(Issues 1-2), 511-552.



Gordon, Jeffrey N. (2009). Say On Pay: Cautionary Notes on The U.K. Experience and the Case for Shareholder Opt-In. *Harvard Journal on Legislation*, 46(2), 323-368.

Hamermesh, Lawrence A. (1998). Corporate Democracy and Stockholder-Accepted By-Laws: Taking Back the Street? *Tulane Law Review*, 73(2), 409-496.

Hill, Jennifer G. (2010). Subverting Shareholder Rights: Lessons from News Corp.'S Migration to Delaware. *Vanderbilt Law Review*, 63(1), 1-52.

Hill, Jennifer G. (2018). Good Activist/Bad Activist: The Rise of International Stewardship Codes. *Seattle University Law Review*, 41(2), 497-524.

Jensen, Michael C. & Meckling, William H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Kaplan, Steven N. (2008). Are U.S. CEOs Overpaid? *Academy of Management Perspectives*, 22(2), 5-20.

Lindsey, Alex. (2023). Expanding Mfw: Delaware Law Should Offer Business Judgment Rule Safe Harbor for All Conflicted Controller Transactions. *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, 29(1), 339-382.

Matsusaka, John G., & Ozbas, Oguzhan. (2017). Theory Of Shareholder Approval and Proposal Rights. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 33(2),



McDonnell, Brett H. (2005). Shareholder Bylaws, Shareholder Nominations, and Poison Pills. *Berkeley Business Law Journal*, 3(1), 205-264.

McDonnell, Brett H. (2011). Setting Optimal Rules for Shareholder Proxy Access. *Arizona State Law Journal*, 43(1), 67-124.

Myers, Minor. (2011). The Perils of Shareholder Voting on Executive Compensation. *Delaware Journal of Corporate Law*, 36(2), 417-462.

Nolan, Richard C. (2006). Shareholder Rights in Britain, *European Business Organization Law Review (EBOR)*, 7, 549-588.

O'Neal, F. Hodge. (1952). Restrictions on Transfer of Stock in Closely Held Corporations: Planning and Drafting. *Harvard Law Review* 65(5), 773-816.

O'Neal, F. Hodge. (1964-1965). Developments in the Regulation of the Close Corporation. *Cornell Law Quarterly* 50(4), 641-662.

Pozen, Robert C. (1994). Institutional Investors: The Reluctant Activists, *Harvard Business Review*, 72, 140-149.

Richards, Charles F. Jr. & Stearn, Robert J. Jr. (1999). Shareholder By-Laws Requiring Boards of Directors to Dismantle Rights Plans Are Unlikely to Survive Scrutiny under Delaware Law. *Business Lawyer (ABA)*, 54(2), 607-636.

Romano, Roberta (2005). Is Regulatory Competition a Problem or Irrelevant for Corporate Governance? *Oxford Review of Economic Policy*, 21(2), 212-231.

Sharfman, Bernard S. (2015). A Theory of Shareholder Activism and Its Place in Corporate Law. *Tennessee Law Review*, 82(4), 791-832.

Sharpe, Nicola Faith. (2011). The Cosmetic Independence of Corporate Boards.

Seattle University Law Review, 34(4), 1435-1456.



Smith, D. Gordon, Wright, Matthew, & Hintze, Marcus Kai. (2011). Private Ordering with Shareholder Bylaws. *Fordham Law Review*, 80(1), 125-188.

Stout, Lynn A. (2007). The Mythical Benefits of Shareholder Control. *Virginia Law Review*, 93(3), 789-810.

Strine, Leo E. Jr. (2015). The Dangers of Denial: The Need for Clear-Eyed Understanding of the Power and Accountability Structure Established by the Delaware General Corporation Law. *Wake Forest Law Review*, 50(3), 761-804.

Thomas, Randall S., Palmiter, Alan R. & Cotter, James F. (2012). Dodd-Frank's Say on Pay: Will It Lead to Greater Role for Shareholders in Corporate Governance. *Cornell Law Review*, 97(5), 1213-1266.

Velasco, Julian. (2003). Just Do It: An Antidote to the Poison Pill. *Emory Law Journal*, 52(2), 849-908.

Velasco, Julian. (2010). Shareholder Ownership and Primacy. *University of Illinois Law Review*, 2010(3), 897-956.

Wells, Harwell. (2008). The Rise of the Close Corporation and the Making of Corporation Law. *Berkeley Business Law Journal*, 5(2), 263-316.

Winter, Ralph K. Jr. (1977). State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation. *Journal of Legal Studies*, 6(2), 251-292.

(四) 其他資料

American Bar Association (2023). Official Text with Official Comment. https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/corplaws/mbca-202304.pdf.



Atanasov, Vladimir, Durnev, Artyom, Fauver, Larry & Litvak, Kate (Feb. 6, 2007).

Preemptive Rights and Anti-Dilution Protections around the World, https://law.utexas.edu/wpcontent/uploads/sites/25/atanasov_preemptive_rights.pdf.

Center On Executive Compensation (2011). A Call for Change in The Proxy Advisory Industry Status Quo. <https://www.wsj.com/public/resources/documents/ProxyAdvisoryWhitePaper02072011.pdf>.

Financial Conduct Authority (2024). Disclosure Guidance and Transparency Rules sourcebook, <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/DTR.pdf>.

Financial Conduct Authority, Listing Rules (2024). <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR.pdf>.

Financial Reporting Council (2024). UK Corporate Governance Code. https://media.frc.org.uk/documents/UK_Corporate_Governance_Code_2024_kRCm5ss.pdf.

Financial Reporting Council (2020). The UK Stewardship Code. https://media.frc.org.uk/documents/The_UK_Stewardship_Code_2020.pdf.

Georgeson Shareholder (2023). A Look Back at the 2023 Proxy Season. https://content-assets.computershare.com/eh96rkuu9740/5WbdEzA5AY7NJXLdLfdnZn/af1bc_ef40cc86fd046636eb6e6abedd9/wrap_up_2023_ppt_dec_11.pdf.

OECD (2023). G20/OECD Principles of Corporate Governance. <https://www.oecd-ilibrary.org/deliver/ed750b30en.pdf?itemId=%2Fcontent%2Fpublication%2Fed750>

b30-en&mimeType=pdf.



Sheehan, Kym (January 29, 2018). *Shareholder Directions and FTSE100 Directors' General Powers to Manage the Company and its Business*. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3112972> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3112972>.

The Conference Board (2023). 2023 Proxy Season Review. <https://www.conference-board.org/pdfdownload.cfm?masterProductID=49228>.