



國立臺灣大學進修推廣學院事業經營法務碩士在職學位學程

碩士論文

Professional Master's Program of Law in Business Administration

School of Professional Education and Continuing Studies

National Taiwan University

Master's Thesis

論機構投資人與公司治理－以股利分派為中心

The Role of Institutional Investors in Corporate Governance:

Focusing on Dividend Distribution

方士俊

Shih-Jyun Fang

指導教授：楊岳平 博士

Advisor: Yueh-Ping Yang, S.J.D.

中華民國 113 年 7 月

July 2024

摘要



本論文研究機構投資人在現代公司治理架構中的角色演變，尤其著眼於股東提案股利分派案、臨時動議案及公司章程授權董事會股利分派對公司的影響。近年來隨著台灣資本市場的深化發展，機構投資人的持股比例與影響力顯著提升，這一趨勢為公司法與公司治理實務帶來了新的挑戰與機遇。

本論文首先梳理了我國近年來有關股利分派的重要案例與股東提案，對107年公司法修正前後的法律框架進行了比較分析，並整理機構投資人與投票顧問機構在股利分派政策揭露之內容及其對股利分派之態度。本研究進而以美國法作為比較法研究的主要參照，同時整理國際公司治理組織對股利分派議題的立場，以及機構投資人在不同法域中所扮演的角色差異，試圖為台灣公司治理的發展提供更為全面的理論基礎和實踐指引。

本文認為股利分派權限的合理劃分應當遵循「共享權限」原則，無論是盈餘配息還是公積配息均應納入股利分派的範疇。具體而言，股利分派議案應由董事會提出，再交由股東會承認，而本文主張這一程序應確實適用於股東提案權與臨時動議提案等情形。儘管機構投資人的影響力日益增強，但依現行公司法規範，機構投資人仍無法輕易透過股東提案權與臨時動議提案影響股利分派決策。

關鍵詞：機構投資人、董事會優位主義、盡職治理、議合、股東行動主義、股東提案權、股利分派、盈餘分派

ABSTRACT

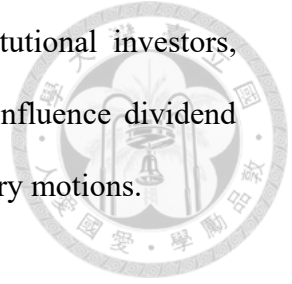


This thesis studies the evolving role of institutional investors in modern corporate governance, particularly examining the impact of shareholder proposals for dividend distribution, extemporary motions, and corporate charter provisions authorizing board-determined dividends. In recent years, as Taiwan's capital market has deepened, the shareholding ratio and influence of institutional investors have significantly increased, bringing new challenges and opportunities to corporate law and governance practices.

This thesis begins by reviewing important cases and shareholder proposals related to dividend distribution in Taiwan in recent years. It provides a comparative analysis of the legal framework before and after the 2018 amendment to the Company Act and compiles the disclosure content of institutional investors and proxy advisors regarding dividend distribution policies as well as their attitudes towards dividend distribution. From a comparative law perspective, it primarily references U.S. law while also examining the positions of international corporate governance organizations on dividend distribution issues and the varying roles of institutional investors across different jurisdictions. Through this approach, this article aims to provide a more comprehensive theoretical foundation and specific guidance for the development of corporate governance in Taiwan.

This thesis argues that the allocation of dividend distribution authority should follow the principle of "shared authority" between the shareholders' meetings and board of directors. Both earnings distribution and capital surplus distribution should be considered as dividend distribution, while dividend distribution proposals should be put forward by the board of directors and then approved by the shareholders' meeting. This procedure should also apply to shareholder proposals and extemporary motions at

shareholders' meetings. Despite the increasing influence of institutional investors, under current corporate law regulations, they still cannot easily influence dividend distribution decisions through shareholder proposals and extemporary motions.



KEYWORDS: *Institutional Investor, Director Primacy, Stewardship, Engagement, Shareholder Activism, Shareholders' Proposal Right, Dividend Distribution, Earnings Distribution*

目次



中文摘要.....	i
英文摘要.....	ii
目次.....	iv
圖次.....	vi
表次.....	vii
第一章 緒論.....	1
第一節 研究目的與動機.....	1
第二節 研究對象與範圍.....	2
第三節 研究方法.....	3
第四節 研究架構.....	3
第二章 我國股東行動主義與股利分派	5
第一節 我國股東行動主義案例.....	5
第一項 可成公司.....	6
第二項 鴻海公司.....	9
第三項 潤泰全公司.....	11
第二節 我國之股利分派制度與股東權.....	14
第一項 公司法 107 年修法前.....	15
第一款 股利分派之時點.....	15
第二款 股利分派之類型.....	16
第二項 公司法 107 年修法後.....	16
第三節 我國股東提案權行使現況.....	18
第一項 股東提案數量.....	19
第二項 股利分派案列入情形.....	19
第三項 提案股東類型.....	20
第四節 小結.....	21
第三章 機構投資人與公司治理	24
第一節 機構投資人參與公司治理.....	24
第一項 機構投資人的類型.....	24
第二項 盡職治理與責任投資.....	25
第一款 聯合國責任投資原則.....	25
第二款 機構投資人盡職治理守則.....	26
第三項 機構投資人參與公司治理之限制.....	27
第二節 機構投資人參與公司治理的優勢與挑戰.....	30
第一項 機構投資人參與公司治理的優勢.....	30
第一款 專業及資源.....	31

第二款 集體行動.....	31
第三款 共同合作.....	32
第二項 機構投資人參與公司治理的挑戰.....	33
第一款 短期主義.....	34
第二款 利益衝突.....	35
第三款 空洞投票.....	37
第三節 股利分派投票政策.....	40
第一項 機構投資人.....	40
第二項 投票顧問機構.....	42
第四節 小結.....	44
第四章 美國法與國際標準之研究	45
第一節 美國法規範.....	45
第一項 股利分派規範.....	45
第二項 股東會一般提案權.....	46
第一款 提案股東的資格.....	47
第二款 提案的期限與提案的字數.....	47
第三款 提案的排除事由.....	47
第三項 股東會臨時動議.....	48
第二節 與公司治理相關之國際標準.....	50
第一項 OECD 公司治理原則.....	50
第二項 ACGA 公司治理評鑑	51
第三節 小結.....	53
第五章 我國股利分派制度與股東行動主義之省思	55
第一節 股利分派權限之思考.....	55
第一項 股東會權限說.....	56
第二項 董事會權限說.....	57
第三項 共享權限說.....	58
第二節 股東行動主義之省思.....	59
第一項 公司章程授權股利分派.....	60
第二項 股東提案股利分派.....	61
第三項 臨時動議提案股利分派.....	62
第三節 小結.....	63
第六章 結論.....	65
參考文獻.....	68

圖次

圖一：我國近 30 年上市公司資本來源演進.....	20
----------------------------	----



表次



表一：可成公司 113 年股東常會討論案一投票表決結果.....	8
表二：可成公司持股比例前十名之股東.....	9
表三：潤泰全公司最近年度股利發放金額.....	12
表四：潤泰全公司 105 年度盈餘分配表.....	13
表五：潤泰全公司持股比例前十名之股東.....	14
表六：股利分派於 107 年修法前後比較.....	18
表七：股東提案數量.....	19
表八：股利分派案列入情形.....	19
表九：提案股東類型.....	21
表十：我國機構投資人轉投資及參與經營之限制.....	27
表十一：我國機構投資人持股分散之規範.....	29
表十二：機構投資人投票政策.....	40
表十三：投票顧問機構投票政策.....	43

第一章 緒論

第一節 研究目的與動機



近年來經濟環境好轉，國人投資風氣旺盛，市場投資規模不斷擴大，因此我國資本市場結構亦逐漸改變，機構投資人持股比率逐步增加，影響力也越來越大，與過往相比，在股東行動主義之風氣下，機構投資人於公司治理的定位成為日趨重要之問題。其中一項股東行動主義的工具，即為我國公司法於民國（下同）94 年引入之股東提案權制度，此一規範的立法目的在於賦予少數股東向公司提出股東會議案的權利，防止董事會壟斷議案安排並加強股東權益保護，確保股東參與重大決策，從而在維護公司治理效率的同時，有效保障股東權益。

我國公開發行公司於年度舉辦法說會時，股利政策已變成法說會最大之重點，股利發放儼然已成為一般投資人特別關注之項目¹，此外目前指數股票型基金（尤其是高股息 ETF）的盛行，亦對機構投資人產生一定之誘因，嘗試取得更高之股利。近期亦有觀察提及股利分派請求權之權限歸屬，因外資法人逐漸採取較為積極之投資態度，並落實機構投資人盡職治理，強化少數股東股東權益之保護，於是股利分派的權限便為其投資觀察重點²。

本文旨在探討公司股利分派之權限劃分歸屬及股利分派應有之程序，以及當股東行使股東提案權要求公司分派更多股利時之規範，並考量不同股東的身分，特別是當股東非為一般投資人而是具有豐富資源之機構投資人時，對股東股利分派可能帶來不同之公司法制設計。

¹ 經濟日報（03/05/2024），〈台新金法說會／總座林維俊：今年股利政策會相當有競爭力〉，<https://money.udn.com/money/story/5613/7810243>、經濟日報（03/20/2024），〈華南金法說會／法人估總股利探 1.2 元 飆近八年新高〉，<https://money.udn.com/money/story/5618/7845100>、工商時報（03/28/2024），〈開發金恢復發股利，現金為主〉，<https://www.ctee.com.tw/news/20240328700159-439901>。

² 葉佳華（05/27/2022），〈「阿土伯加碼秀」成絕響 公司法修法剝奪少數股東現金股利提案權〉，《信傳媒》，<https://www.cmmedia.com.tw/home/articles/34099/>（最後瀏覽日：05/18/2024）。

第二節 研究對象與範圍



本研究以股東提案權與股利分派為研究對象。我國公司法架構下的股東提案制度可劃分為三種類型：一是股東會前的提案權；二是股東會中的臨時動議權；三是股東會召集權，賦予持股達一定比例的股東自行召開股東會的權力³。本文將探討其中的一般提案權及臨時動議權，前者賦予股東在股東會前提出議案的權利，後者則允許股東在會議進行中提出臨時動議。

另一方面，本文之研究範圍將焦點置於股利分派此一特定議案類型，選擇此範疇是因為股利分派政策直接影響股東權益，同時也反映了公司的財務狀況和未來發展策略。通過聚焦公開發行公司，能更深入地分析資本市場中股東權益保護的現況和挑戰，為相關法規和實務提供有價值的見解。本文所討論之股利分派，包括基於盈餘及公積所分派之股利⁴，而兩者因來源不同而有本質上的區別。盈餘配息為公司股利分派的主要來源，既能確保公司營運的穩健性，又能保障股東權益，而公積配息依來源可分為法定盈餘公積及資本公積，法定盈餘公積為依公司法或其他相關法律規定自盈餘中指撥之公積⁵，而資本公積是屬於資本性質的會計項目⁶，並非源自公司經營活動所產生的盈餘。依公司法規範可以分派法定盈餘公積及資本公積，故本文所提及之股利分派，仍將公積配息之情形一併納入考量。

此外，與股利分派相對者為現金減資，因其在稅賦上之優惠可免繳納所得稅，故現金減資亦為近年來公司採行現金分配之方式；現金減資更成為部分股東

³ 王志誠（2010），〈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211。

⁴ 陳彥良（2005），〈盈餘分配請求權與股利政策相關問題之研析—公司治理面向之檢討〉，《證券暨期貨月刊》，23卷12期，頁31-32。

⁵ 商業會計處理準則第29條第1項第1款。

⁶ 郭書言（03/14/2023），〈資本公積是什麼？公積配股的公司值得投資嗎？資本公積轉增資是好事還是壞？〉，《股感知識庫》，

<https://www.stockfeel.com.tw/%E8%B3%87%E6%9C%AC%E5%85%AC%E7%A9%8D/>
（最後瀏覽日：06/23/2024）。

避稅的新招數⁷，甚至被理解為不同類型的配息方式。股東雖然可以透過現金減資取得公司分配之現金，因其性質為資本之返還及調整資本結構之方式，與股利分派性質仍有差異，故本文研究範圍不包含以現金減資方式取得現金之情形。

第三節 研究方法

本文採用的研究方法，包括文獻回顧法以及比較法研究。

就文獻回顧法而言，本文將蒐集國內與股東提案及股利分派相關的學說與實務見解等既有文獻，彙整分析爭點所在，系統性整理我國公開發行公司股東提案的實際情況，並進行深入分析，探討提案類型、提案者背景、公司回應及提案結果等面向，以全面評估現行股東提案制度的實施效果及其在保護股東權益方面的作用。

就比較法研究而言，鑒於我國股東提案制度主要繼受自外國立法例，故選擇美國法作為主要比較對象，通過整理美國法下股東提案制度的立法沿革、制度設計及實務運作，將其與我國現行法規進行比較，參考美國法中值得借鑒的規定或制度，並探討其在我國法律環境中的適用性及可能的本土化策略，以為我國股東提案制度的完善提供參考依據；此外本文亦將檢視國際上公司治理原則或公司治理評鑑關於機構投資人及股利分派之規範。

第四節 研究架構

本文架構分為六章，第一章為緒論；第二章聚焦於我國股東行動主義的實務案例研究，選取具代表性的案件，並著重於公司法在 107 年修正前後的規範變遷，審視這些變革對股利分派制度運作的影響。通過比較修法前後的實務現況探討股利分派機制的演進，並指出現行制度中可能存在的問題與不足。第三章聚焦

⁷ 張瀨文（03/18/2022），〈《長榮、國巨大跌》大老闆的金錢遊戲 到底「現金減資」、「現金股利」差別在哪裡〉，《信傳媒》，<https://www.cmmedia.com.tw/home/articles/32837>（最後瀏覽日：05/18/2024）。



於機構投資人在公司治理中的角色。本章首先界定並分類機構投資人的不同類型，繼而深入探討這些對公司治理之影響。在此基礎上進一步剖析其參與公司治理所具有之優勢與可能面臨之挑戰。通過檢視機構投資人的投資策略、決策機制及其對公司經營的監督作用，本章評估機構投資人對提升公司治理效能的潛在貢獻，同時也指出可能引發的利益衝突及其他問題；第四章著重探討美國公司法相關規範，特別是美國法中關於股東提案權相關的規定，此外也將回顧國際上公司治理原則及公司治理評鑑等內容；第五章為研究建議，將思考股利分派的權限歸屬，以及探討保護機構投資人之必要性，本文亦將提出改進既有法制之建議，思考可以參考之立法方向；第六章則為本文之結論。



第二章 我國股東行動主義與股利分派

美國著名的維權投資者卡爾·伊坎（Carl Icahn）於 102 年將目光瞄準了科技巨頭蘋果公司（NASDAQ：AAPL）。伊坎利用其影響力，對蘋果公司的管理層施加了巨大壓力，其核心訴求是希望蘋果能夠更有效地運用其龐大的現金儲備，特別是通過增加股東回報的方式。這一事件在全球範圍內引發了對公司治理和股東權益的廣泛討論，成為股東行動主義的經典案例之一。而其理論是「公司閒置不用的資金用途，應由資金擁有者來決定，而不是資金管理者決定⁸」。資金管理者應為公司管理階層，而資金擁有者應為全體股東，若我國投資人（通常可能是機構投資人）欲效法伊坎實踐股東行動主義，要求被投資公司回饋現金或是分派較高金額之股利，可採取的作法便是透過股東提案提出股利分派案及採取臨時動議討論股利分派案，最後則是透過反對公司章程授權董事會股利分派等方式進行，保留在關鍵財務決策中的發言權和影響力，本章將進一步說明我國股東行動主義實務上具代表性的案件。

第一節 我國股東行動主義案例

為強化股東對公司經營的監督功能，並提升公司治理的效能，我國公司法於 94 年引進股東提案權制度⁹，此舉體現了對於股東積極參與公司治理之「股東行動主義」概念的認同與支持。在我國公司法修正引入股東提案權制度之前，股東欲在股東會中提出議題，其途徑僅限於臨時動議程序。然而，此種方式對於確保股東充分參與公司決策之權利，實有所不足，難以保證所有股東均能充分了解並深入思考相關議題，而臨時動議所能處理之事項範圍亦受到諸多限制，例如解任

⁸ 中華獨立董事協會網站，〈觀念平台－股東行動主義的崛起與挑戰〉

<https://tidatw.org/2019/08/30/%E8%A7%80%E5%BF%B5%E5%B9%B3%E5%8F%B0%E5%BC%8D%E8%82%A1%E6%9D%B1%E8%A1%8C%E5%8B%95%E4%B8%BB%E7%BE%A9%E7%9A%84%E5%B4%9B%E8%B5%B7%E8%88%87%E6%8C%91%E6%88%B0/>，（最後瀏覽日：05/18/2024）。

⁹ 公司法第 172-1 條。

董事及監察人等重大事項即不得以臨時動議提出。此等限制無疑削弱了股東參與公司治理之實質影響力。



股東提案制度為股東提供了有效途徑，使其能夠在股東會中提出議案，此機制不僅強化了股東參與公司決策的權利，更成為股東要求公司利潤分享的主要方式，股東可在股東會提出股利分派的建議，從而在維護股東權益與確保公司穩健經營間取得適當平衡¹⁰。本節整理了近年來我國備受矚目之股東行動主義案例，包括股東提案修正公司章程授權股利分派權限、臨時動議提案修正股利分派案，以及股東提案公積配息之方式。

第一項 可成公司

可成科技股份有限公司（2474）（下稱可成公司）於 108 年股東常會中已通過¹¹修正公司章程，內容為配合 107 年公司法修訂，修正公司章程授權董事會決議公司之現金股利分派¹²。

可成公司 112 年股東常會前，有兩家合計持股約 1%¹³之外資股東聯合提案，要求可成公司將股利分派的決策權限改回須經股東會決議，而此兩家外資股東分別是「瓦山塔主基金有限公司」及「寶塔街有限公司」，其分別為新加坡 TIH Limited 及香港亞皆老街管理（Argyle Street Management）管理之基金資產之一。本案為台灣股票市場史上首次出現外資股東發起股東提案，上述外資股東也發動連署，呼籲股東團結投票保護自己的投資權益，甚至建立了連署網站「可成小

¹⁰ 林志洋（05/27/2024），〈丞相，起風了！方興未艾的「股東行動主義」 我國首例外資可成股東提案 30 日投票表決〉，《CTWANT》，https://www.ctwant.com/article/339579?utm_source=yahoo&utm_medium=rss&utm_campaign=339579（最後瀏覽日：05/18/2024）。

¹¹ 可成公司 108 年股東常會議事錄。

¹² 可成公司修正後公司章程第 18 條第 4 項：「本公司依公司法第 240 條第 5 項規定，將應分派股息及紅利或公司法第 241 條第 1 項規定之法定盈餘公積或資本公積之全部或一部，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以發放現金之方式為之，並報告股東會。」

¹³ 工商時報（04/27/2023），〈股利政策提案遭排除 可成外資股東籲金管會查〉，<https://www.chinatimes.com/newspapers/20230427000147-260202?chdtv>。

股民鞏固該有權益¹⁴」，並列出相關說明理由，期待一般投資人可以行使股東行動主義支持其提案。



可成公司面對此外資股東提案，不僅公告羅列其轉型努力，聲明其以往年度的股利發放金額，並與外資股東對峙，表示外資股東以追求短期利益為目標，濫用「股東行動主義」理念，散布未經證實的訊息，此類行為不僅可能損害公司聲譽，更有違多數股東權益，對公司長期發展構成潛在威脅¹⁵。可成公司主張其係依法行使董事會職權，對該外資股東提案進行審慎評估，董事會認定該提案實質上包含兩個獨立議題，股利分派案以及公司章程對股利分派之授權，依據公司法規定均不列入議案，基於此原因可成公司董事會決定不予納入上述外資股東提案¹⁶。

針對上述爭議，有學者指出股東提案權相關要件係為了避免股東提案權的濫用，而非賦予董事會得任意排除股東提案的裁量權¹⁷；另有學者認為可成公司外資股東此「修正公司章程」案應屬一項提案¹⁸，而非如可成公司所述為二項不同之提案。後續金融監督管理委員會（下稱金管會）就可成公司未將股東提案列入議案一事作出行政裁罰。金管會認定可成公司的行為違反公司法相關規定，損害了股東提案權，此舉凸顯了行政機關對公司治理監督的積極態度¹⁹。

可成公司 112 年股東常會因未納入提案而遭主管機關裁罰，兩家外資公司於 113 年股東常會捲土重來提出同樣的提案，該股東提案旨在修正公司章程，

¹⁴ 可成公司連署網站，<https://www.makecatcherright.com/>（最後瀏覽日：05/18/2024）。

¹⁵ 工商時報（04/13/2023），〈外資股東發起「股東行動主義」可成反擊〉，<https://www.ctee.com.tw/news/20230413700192-430298>。

¹⁶ 可成公司網站，〈2023 年 7 月 19 日聲明稿〉，https://www.catcher-group.com/tw/company_news_more.aspx?KindID=1&ID=299（最後瀏覽日：06/22/2024）。

¹⁷ 林國全（2005），〈董事會違法拒絕股東提案〉，《台灣本土法學雜誌》，73 期，頁 127-131。

¹⁸ 劉連煜（2023），〈股東提案修正公司章程的提案件數認定問題〉，《月旦法學教室》，250 期，頁 26-30。

¹⁹ 金管會 112 年 8 月 15 日金管證發罰字第 1120383711 號函。

將現金股利分派之決策權由董事會移轉回股東會²⁰，可成公司於 113 年 4 月 18 日董事會後，發布聲明並重申其立場，將其列入當年度議案²¹；提案股東認為提案成功已保障少數股東權益應有提案權及決議權，此次股東提案的結果可視為股東權益保護運動的一個重要里程碑，這項成果體現了股東行動主義在現代公司治理中的實質影響力，同時也凸顯了公司法中關於股東參與權的實踐²²，同時此提案也獲得外資投票顧問機構支持，分別為 Institutional Shareholder Services (ISS) 及 Glass, Lewis & Co. (Glass Lewis)，其建議機構法人考慮支持外資股東提案²³；投票表決結果（如下表一）並未通過。

表一：可成公司 113 年股東常會討論案一投票表決結果

表決結果（表決時出席股東表決權數為 569,482,784 權）	占出席股東表決權數(%)
贊成權數：172,953,739 權(含電子投票權數 166,139,739 權)	30.37%
反對權數：225,206,642 權(含電子投票權數 74,031,506 權)	39.54%
無效權數：0 權	0%
棄權與未投票權數：171,322,403 權(含電子投票權數 171,228,803 權)	30.08%

資料來源：可成公司 113 年股東常會議事錄

觀察可成公司 113 年持股比例占前十名之股東（如下表二）名單，此二家外資股東皆未列於名單中，其持股比率雖不高卻仍獲得接近三分之一之贊成票數，可知仍獲得一定數量之股東支持；另由名單可見接近半數為機構投資人，其中有三個股東為證券投資信託基金專戶（皆為高股息 ETF 之類型）及一個股東為保險公司，機構投資人之投票意向便值得進一步觀察。

²⁰ 可成公司 113 年股東常會議事錄討論事項第一案：股東提案「公司章程」修訂案。

²¹ 可成公司網站，〈2024 年 4 月 18 日聲明稿〉，

https://www.catcher-group.com/tw/company_news_more.aspx?KindID=1&ID=317（最後瀏覽日：06/22/2024）。

²² 經濟日報（05/15/2024），〈股東行動主義落實 可成今年股東會議程納外資股東提案〉，<https://money.udn.com/money/story/5607/7964795>（最後瀏覽日：06/23/2024）。

²³ 自由財經（05/20/2024），〈可成外資股東提案 獲 2 外資投票顧問機構支持〉，<https://ec.ltn.com.tw/article/breakingnews/4678483>（最後瀏覽日：06/23/2024）。

表二：可成公司持股比例前十名之股東

姓名	持股比率 (基準日 112 年 12 月 13 日)
台新國際商業銀行股份有限公司受託保管國泰台灣高股息傘型證券投資信託基金之台灣 ESG 永續高股息 ETF 證券投資信託基金專戶	6.58%
元大台灣高股息基金專戶	3.74%
凱利投資股份有限公司洪怡婷	2.74%
國泰人壽保險股份有限公司	2.65%
郭素美	2.26%
林珍玫	2.12%
德能投資股份有限公司	1.88%
洪天賜	1.57%
洪偉修	1.55%
台北富邦商業銀行股份有限公司受託保管復華台灣科技優息 ETF 證券投資信託基金專戶	1.52%

資料來源：可成公司 112 年度股東會年報

本案令人值得思考的是，對機構投資人而言，其盡職治理義務要求其在股利分派案的表決上，無論贊成或反對，都應具備充分且合理的法律依據。這不僅涉及公司法中股東權益的行使，還關乎機構投資人作為受託人的法律責任²⁴，此際機構投資人應如何表達意見？而對公司而言，未來當機構投資人訴求分派股利，但公司認為分派股利並非其當年度最佳方案時，公司又可如何因應？

第二項 鴻海公司

我國公司法下，股東欲於股東會上提案可利用事前一般股東提案權以及臨時動議²⁵。公司法一般提案權設有多項要件及限制。其中最為關鍵的是持股門檻規定，持有已發行股份總數 1% 以上對於一般投資人來說較不易達成，故依我國實務經驗，股東若不滿意公司於董事會擬分派盈餘之金額，往往透過出席股東

²⁴ 機構投資人盡職治理守則第四章規定。

²⁵ 王志誠（2006），〈股東之提案權〉，《月旦法學教室》，48 期，頁 26-27。

會，並於股利分派議案時直接提出修正議案，或是利用臨時動議程序修正原議案之方式進行。

國內實務最有名的例子便是資深股民「阿土伯」，其於 98 年鴻海精密工業股份有限公司（2317）（下稱鴻海公司）股東會上，提出增加每股現金股利 0.5 元，而鴻海公司董事長郭台銘當場同意增加每股 0.3 元股利，並採取股東會鼓掌方式通過此一臨時變更，現場討論確定並以修正提案之方式進行。

該資深股民阿土伯另於 102 年時又上演「股利加碼秀」，這次是採臨時動議方式要求加碼股利發放²⁶，惟當年度因已採電子投票，導致其無法成功加碼。未來股東若欲透過修正案或臨時動議案突襲²⁷修改原來的議案，因採取電子投票之影響，將變得更加困難。此係由於投資人採用電子投票即視同親自出席，但對於股東會議案的修正案以及臨時動議視為棄權²⁸，故倘若股東會中有人提出修正案或臨時動議，採取電子方式投票的股東，對於股東會中提出的臨時動議或原議案的修正案，對於修正案的表決，已採行電子投票之股東的表決權將不被計入。實質上提高了修正案通過的門檻，除非股東會現場出席的股東表決權超過公司已發行股份總數二分之一，否則修正案在法律上將難以獲得通過²⁹。

依公司法第 230 條第 1 項規定盈餘分派案皆應先經董事會通過後方能提報股東會，鴻海公司於 98 年股東會以修正提案之方式增加現金股利分派金額，而非將盈餘分派案重新經董事會討論通過後再提報股東會討論，其程序是否合乎公司法規範之權限歸屬，本文將於第五章進一步說明之。

²⁶ 自由時報（05/16/2018），〈加發股利遭駁回 鴻海 50 萬小股東空歡喜〉，<https://ec.ltn.com.tw/article/paper/697700>（最後瀏覽日：05/18/2024）。

²⁷ 方元沂（2015），〈從美國股東會電子投票制度論我國股東會電子投票制度之發展〉，《政大法學評論》，143 期，頁 303-372。

²⁸ 公司法第 177-1 條。

²⁹ 林文義、洪綾襄（05/16/2018），〈電子投票引爆股權爭奪革命〉，《財訊》，<https://www.wealth.com.tw/articles/flcab1af-a316-459d-ab46-2969d7a96fld>（最後瀏覽日：05/18/2024）。

第三項 潤泰全公司

潤泰全球股份有限公司（2915）（下稱潤泰全公司）於 105 年獲利表現良好，但董事會卻決議當年度不擬配發股利，其股東勞工退休金條例退休基金（下稱勞退基金）提出股利分派案，提案內容為「建請以法定盈餘公積分派每股股利至少 0.5 元，以維護股東權益要求³⁰」。本案為勞退基金首度以股東身分提案要求公司配發股利，報章雜誌媒體亦大肆讚揚勞退基金落實股東行動主義之實際案例³¹。

潤泰全公司董事會主張不配發股利之原因為其轉投資公司之股價下跌，認列金融商品未實現跌價損失 38 億元、長期股權投資亦認列未實現損失 21 億元及最後是認列轉投資公司兌換損失 18 億元³²。惟此聲明引起軒然大波，勞退基金作為潤泰全公司的股東之一，為保障股東權益而提案要求分派股利，其理由為「公司法第 241 條規定公積分派股息內容，故勞退基金建請潤泰全公司在兼顧其財務健全與營運正常下分派股利，以維股東權益³³」。於當次股東會中，財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心（下稱投資人保護中心）亦發言表示支持並贊成，稱此為機構投資人踐行股東行動主義之表現，故投資人保護中心同時亦建請潤泰全公司在不影響公司營運之前提下，盡量維持股利水準的一致性，或至少降低其落差，以維護股東權益³⁴。

檢視潤泰全公司 97 年至 104 年現金股利及股票股利發放金額（表三），並依來源拆分為盈餘分派及公積分派。可以發現過去年度潤泰全公司皆以盈餘分

³⁰ 潤泰全公司 106 年股東常會議事錄討論事項第二案「股東提案以法定盈餘公積分派每股股利至少 0.5 元，以維護股東權益」。

³¹ 呂淑美（05/03/2017），〈編輯室報告一別再忽視股東提案權〉，《工商時報》，<https://www.chinatimes.com/newspapers/20170503000074-260511?chdtv>（最後瀏覽日：05/18/2024）。

³² 前揭註 31。

³³ 潤泰全公司 106 年股東常會議事錄討論事項第二案，勞退基金發言內容。

³⁴ 潤泰全公司 106 年股東常會議事錄討論事項第二案，財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心發言內容。

派為主，並於 103 年發放每股 6 元達到最高峰，而 104 年盈餘分派金額較低，經了解同樣是因提列較高數額之特別盈餘公積導致，推測潤泰全公司係為滿足股東期待而於當年度增加分派法定盈餘公積。

表三：潤泰全公司最近年度股利發放金額

期間	現金股利（新台幣元/股）			股票股利
	盈餘	公積	合計	合計
104 年	0.93	0.67	1.6	-
103 年	6	-	6	-
102 年	5	-	5	-
101 年	3	-	3	-
100 年	1	-	1	-
99 年	1.3	-	1.3	-
98 年	1.3	-	1.3	-
97 年	-	-	-	-

資料來源：作者自製

潤泰全公司同意將該提案列為股東會議案，股東會最終通過該提案，勞退基金透過行使法定權利，成功將股東權益保障的議題納入公司決策討論範疇，為機構投資人在現行法律框架內有效參與公司治理、影響企業決策提供了具有指標性的範例。其中值得觀察的是，檢視潤泰全公司 105 年度盈餘分配表（表四），實際上潤泰全並無可配發之盈餘，其主張所言非虛，潤泰全公司當年度的確無法配發盈餘³⁵。但勞退基金卻於此時提出分派股利之要求，似乎並未考慮潤泰全公司實際營運情況及可分配盈餘之情形，其提案理由亦未見相關說明，似乎僅以潤泰全公司帳上具有發放股利之條件為唯一考量。

³⁵ 呂俊儀(03/31/2022)〈賺 8 元股利卻掛零 浩鼎害尹衍樑的潤泰全配不出股利？〉，《信傳媒》，<https://www.cmmedia.com.tw/home/articles/3271>（最後瀏覽日：6/22/2024）。

表四：潤泰全公司 105 年度盈餘分配表

項目	金額 (單位：新台幣元)
一、期初未分配盈餘	5,248,601
二、本期未分配盈餘調整數	55,835,470
減：確定福利計劃精算損益	
調整後未分配盈餘（虧損）	(50,586,869)
三、本期稅後純益	7,454,520,101
減：提列 10%法定盈餘公積	740,393,323
減：提列特別盈餘公積	6,663,539,909
四、本期可分配盈餘	-

資料來源：潤泰全公司 106 年度股東會議事錄

另外尚有一處值得討論，檢視潤泰全公司前十名股東名冊（表五），前十大股東中勞退基金之持股比率僅約 1.75%，其餘股東主要皆為潤泰全公司之關係人，故若潤泰全公司堅持原董事會決議之結果，雙方於股東會上進行表決，潤泰全公司管理階層未必真會輸給勞退基金，此股利分配案提案者若非勞退基金，此提案未必會順利通過；而投資人保護中心支持贊同此一分配案，雖然可能在當年度現金分配上維護了股東權益，但就長期投資之觀點及被投資公司營運之現金流量考量而言，是否真的保護了投資人及維護股東權益，亦有商榷餘地。整體而言，本案例亦突顯機構投資人踐行股東行動主義之正反面向。

表五：潤泰全公司持股比例前十名之股東

姓名	持股比率 (基準日 106 年 04 月 24 日)	前十大股東 相互間具有 關係者 ³⁶
潤泰創新國際(股)公司董事長：簡滄圳	11.63%	有
長春投資(股)公司董事長：鄭銓泰	7.18%	有
匯弘投資(股)公司董事長：劉忠賢	6.05%	有
景鴻投資(股)公司董事長：徐盛育	4.98%	有
潤弘精密工程事業(股)公司董事長：賴士勳	3.57%	有
財團法人唐獎教育基金會	2.66%	無
尹書田醫療財團法人	2.32%	無
潤泰興(股)公司	1.80%	有
新制勞工退休基金	1.75%	無
潤華染織廠(股)公司	1.63%	有

資料來源：潤泰全公司 105 年度股東會年報

我國四大基金除具有政府股東之身分外，亦挾帶著龐大的長期性資金，代表全體公民之利益，應善盡善良管理人責任，以謀求全民福祉為目標，引導眾機構投資人一同健全被投資公司之公司治理機制。勞動部勞動基金運用局亦明確將遵守企業社會責任列入其投資決策依據³⁷。其除了追求績效之外，也要同時考慮增進社會福祉，杜絕投資不良企業。考量四大基金過去常因配合政策進場而為人詬病³⁸，故勞退基金請求分派股利是否也有可能是政策相關指引？股東行動主義是否適合用於配合政策目的之行為？

第二節 我國之股利分派制度與股東權

我國公司法固然肯認股東股利分派請求權乃股東權之一種，而股東的股利分派請求權實為一種期待權，其轉化為具體的債權請求權需要滿足特定條件，只

³⁶ 公開發行公司年報應行記載事項準則第 10 條規定：「持股比例占前十名之股東，其相互間為關係人或為配偶、二親等以內之親屬關係。」

³⁷ 勞動部勞動基金局網站，〈社會責任投資〉，

<https://www.blf.gov.tw/49200/49201/49221/49231/49237/61548/>（最後瀏覽日：05/18/2024）。

³⁸ 李華麟、鄭佳綾（2014），《公司的品格：22 個案例，了解公司治理和上市櫃公司的財務陷阱》，頁 111，先覺。

有在股東會依法作出盈餘分派的決議後³⁹，股東的盈餘分派請求權才能轉變為對公司具體的請求權⁴⁰。相對地，在股東會尚未作出決議的情況下，即使公司有盈餘，股東對股利分派僅具有期待權而非確定的權利。公司須依法完成一系列程序方可進行盈餘分派。若盈餘分派案未經股東會承認，股東尚不具有對公司的盈餘分派給付請求權，換言之，股東不能僅因公司有盈餘而請求公司分派股利⁴¹。於未經股東會決議前，由股東逕行起訴請求公司分派股息，尚非法之所許⁴²。

我國法院亦有區分股東之「盈餘分派請求權」以及「盈餘分派給付請求權」⁴³二者，「盈餘分派請求權」屬於股東權，為當公司年度有盈餘時，股東預期將獲得盈餘分派之期待權，此期待權不得獨立存在且不得與股份分離；至於「盈餘分派給付請求權」指的是盈餘分派案已經股東會承認，此盈餘分派之給付為具體的請求權及債權，已與股份分離⁴⁴。

我國公司法關於股利分派的規定在 107 年修法前後有重大的變動，以下分別說明修法前與修法後的法制。

第一項 公司法 107 年修法前

第一款 股利分派之時點

就盈餘分派之程序而言，我國公司法規定盈餘分派必須經過兩個步驟：第一個步驟是董事會提案後交監察人查核⁴⁵，董事會應考量公司當年度營運情形以及未來的營運計劃，並考慮公司的財務狀況後，做出當年度應分派多少盈餘的決定，第二個步驟則是董事會將其決定送交股東會，由股東會通過該決定⁴⁶。董事

³⁹ 王志誠（2006），〈股東之盈餘分派請求權〉，《月旦法學教室》，41 期，頁 26-27。

⁴⁰ 最高法院 90 年度台上字第 1721 號判決、最高法院 105 年度台上字第 1223 號判決。

⁴¹ 最高法院 93 年度台上字第 2217 號判決。

⁴² 臺灣高等法院 109 年度上字第 254 號判決。

⁴³ 最高法院 76 年度台上字第 1231 號判決。

⁴⁴ 臺灣高等法院 102 年度上字第 113 號判決。

⁴⁵ 公司法第 228 條第 1 項規定。

⁴⁶ 公司法第 20 條第 1 項規定。

會須於每年會計年度終了後於表冊內編造盈餘分派之議案，而後提出盈餘分派之議案請求股東常會承認，股東常會以普通決議承認盈餘分派議案後，董事會再將決議分發各股東。



第二款 股利分派之類型

依我國公司法之規定，股利分派的方式依其內容可分為現金股利與股票股利，分別為以現金或股票的形式分派股利予股東。現金股利為國內較常見的分派方式⁴⁷，依我國修正前公司法第 20 條及第 184 條規定，現金股利之發放原則上應經股東會以普通決議通過；股票股利之發放則是所謂的轉增資，相較於發放現金股利，股票股利之發放其實等同於強制股東認股，對股東之權益影響較大，因此 107 年修正前公司法要求須經股東會特別決議。

此外依股利之分派來源，股利又可分為盈餘分派股利及公積分派股利。盈餘配息為公司股利分派的主要來源，既能確保公司營運的穩健性，又能保障股東權益，而公積配息可分為法定盈餘公積及資本公積，法定盈餘公積為依公司法或其他相關法律規定自盈餘中指撥之公積，而資本公積並非源自公司經營活動所產生的盈餘，而是屬於資本性質的會計項目。盈餘分派股利及公積分派股利原則上應經股東會決議。但依 107 年修正前公司法規定，公司得修改公司章程訂明定額或比率，以公司章程授權董事會以特別決議方式辦理盈餘分派股利。

第二項 公司法 107 年修法後

我國公司法於 107 年修正，其中一項修法重點即為「盈餘分派彈性化」，引進俗稱「股王條款」之相關規定，新增第 228-1 條第 1 項規定。公司得依章程規定於期中或期末分派盈餘；此外本次修正亦將修正前「章程訂明定額或比率並授

⁴⁷ 鄧曉恩（2013），《少數股東的保護—以股東盈餘分派請求權為中心》，頁 68，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

權董事會決議辦理」修正為「以章程授權董事會」，以簡化章程之記載要件，允許公開發行股票之公司毋庸再於章程訂明授權之定額或比率，以放寬公開發行股票之公司盈餘分派之方式，使企業合理分享獲利，用以增加投資人之投資意願。故如章程已有授權，得僅以董事會特別決議通過股利發放並報告股東會之方式處理。

另一方面，此次修法前盈餘轉增資及公積轉增資，均得以公司章程授權董事會決議辦理，但此次修法考量「發行新股影響股東權益較大，程序上僅須報告股東會，似有不妥」之理由，修正刪除「發行新股」之文字，並將「訂明定額或比率」之文字刪除，故以盈餘發行新股及以公積發行新股，均不得再以公司章程授權僅由董事會決議，公司發行股票股利自此不得由章程授權董事會決議為之，必須經過股東會特別決議。依經濟部函釋⁴⁸內容，「公司章程若已依公司法規定授權董事會以特別決議方式分派現金股利，則董事會即取得公司現金股利分派之專屬權」及「現金股利金額既經董事會依法決議，股東會即不得再為決議。」公司章程授權董事會後，董事會即取得專屬決定權，包括是否發放現金股利及其發放數額，股東會不得再為決議。更甚者，依照現行股東提案權規範，持股超過 1% 之股東，亦無法透過股東提案請求公司分派現金股利⁴⁹，也不能以臨時動議提案方式增發現金股利。將公司法關於股利分派規範於 107 年修正前及修正後比較如下表六，可以發現於公司法修法後，若公司以章程授權董事會後，股東會僅得決議盈餘轉增資及公積轉增資之議案，且無法以臨時動議提出此兩種類型之議案⁵⁰。

⁴⁸ 經濟部 108 年 3 月 12 日經商字第 10800540160 號函、經濟部 109 年 3 月 18 日經商字第 10902407350 號函。

⁴⁹ 前揭註 2。

⁵⁰ 公司法第 172 條第 5 項前段規定。

表六：股利分派於 107 年修法前後比較

所屬 期間	分派 方式		決議機關	
			修法前	修法後
年 度 分派 ⁵¹	盈餘 發給	現金	股東會普通決議，但得以「章程」訂明定額或比率授權董事會特別決議後報告股東會（§240 第 5 項）	股東會普通決議，但得以「章程」授權董事會特別決議後報告股東會（§240 第 5 項）
		新股	股東會特別決議，但得以「章程」訂明定額或比率授權董事會特別決議後報告股東會（§240 第 1 項及第 5 項）	股東會特別決議（§240 第 1 項）
	公積 發給	現金	股東會特別決議，但得以「章程」訂明定額或比率授權董事會特別決議後報告股東會（§241 第 1 項及第 2 項）	股東會特別決議，但得以「章程」授權董事會特別決議後報告股東會（§241 第 5 項）
		新股		股東會特別決議（§241 第 1 項）
期 中 分派 ⁵²	盈餘 發給	現金	未規範	公司章程得訂明由董事會普通決議（§228-1 第 4 項）
		新股		股東會特別決議（§228-1 第 4 項）
	公積 發給	現金		未明文規範，解釋上應不可 ⁵³
		新股		

資料來源：作者自製

第三節 我國股東提案權行使現況

本文以下整理我國公開發行公司於 110 年至 112 年行使股東提案權及股利分派請求權之情形，並加以分析其提案數量、提案股東及列入情形。

⁵¹ 前揭註 46 及公司法第 184 條第 1 項規定。

⁵² 修正後公司法第 228-1 條第 1 項規定。

⁵³ 劉連煜（2022），《現代公司法》，頁 660，新學林。



第一項 股東提案數量

以下表七彙整我國公開發行公司股東提案的數量，110 年至 112 年提案數量各約 40 件，各年度間差異不大。與以前年度提案數量相較，由 104 年的 28 件成長至 109 年的 36 件⁵⁴。

表七：股東提案數量

	110 年	111 年	112 年
股東提案數量 ⁵⁵	35	36	38

資料來源：作者自製

第二項 股利分派案列入情形

以下表八彙整我國公開發行公司股東提案請求公司分派股利之情形，其中 112 年有一案為股東提案請求修改公司章程中關於股利分派程序的規定，因與股利分派相關，故計入本次統計中；將列入及不列入之數量合計與總提案數量比較，其占總提案數介於 3%-31%間，算是出現頻率較高的類型。

表八：股利分派案列入情形

列入情形	110 年	111 年	112 年
列入 ⁵⁶	1	7	4
不列入 ⁵⁷	-	4	3
合計	1	11	7

資料來源：作者自製

股東提案分派股利而遭公司排除者之數量約略低於提案成功之數量，顯股東提案成功列入股東常會議程的比率相對可觀。此現象反映了現行股東提案制

⁵⁴ 吳念真（2020），《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》，頁 17，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

⁵⁵ 公開資訊觀測站，〈股東行使提案權情形彙總表〉

<https://mops.twse.com.tw/mops/web/t144sb09>（最後瀏覽日：05/18/2024）。

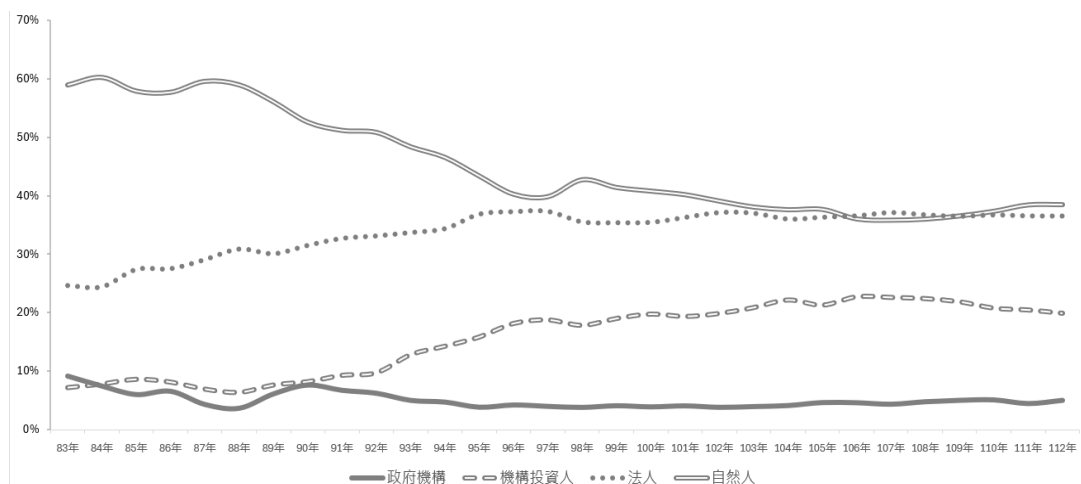
⁵⁶ 110 年為東鹼，111 年為和成*2 件、光洋科*3 件、健椿、帝聞；112 年為國喬之盈餘轉增資、海光、久陽、新潤。

⁵⁷ 111 年為國喬*3 件、網石；112 年為國喬、可成、康舒。

度的某些積極面向。針對公司未列入議案之案例，其主要理由包含提案超過一項、該議案內容非屬股東會所得決議之內容、以及提案股東之持股比率未於停止過戶時達 1%。檢視最近三年度的股東提案情形可知，股東提案分派股利之數量雖然不多，但仍非少數。但比較可惜的是，本文所列議案於當年度股東常會決議時，結果皆未通過。

第三項 提案股東類型

以下圖一整理我國近 30 年上市公司資本來源演進，列出我國上市公司資本來源過去 30 年的演變，機構投資人與自然人呈現此消彼漲之情勢，自然人由 83 年約 60%，下降至 112 年約 40%，而機構投資人由 83 年不到 10%，上升至 112 年約 20%。此變化帶來的影響將是機構投資人策略的改變，機構投資人可能因此逐漸轉而採取較為積極的行為⁵⁸。



圖一：我國近 30 年上市公司資本來源演進

資料來源：上市公司資本來源統計表年報

以下表九彙整提案分派股利之股東類型，分析我國股東提案權的行使情況，可以觀察到一個顯著的現象，資料顯示行使股東提案權的主體與我國資本市場

⁵⁸ 王育慧（2007），〈機構投資人股東權之行使－以公司治理為中心〉，《政大法學評論》，97 期，頁 174。

的特有結構呈現出顯著的關聯性⁵⁹。機構投資人因指數股票型基金的盛行及投資規模不斷擴大等因素，導致近年我國資本市場結構的改變，機構投資人持股比率穩定上升。



但值得觀察的是，112 年有一案為股東提案請求修改公司章程中關於股利分派程序的規定，將股利分派的決策權限從董事會決議改回須經股東會決議，此即為本文說明我國股東行動主義案例之可成公司案。

表九：提案股東類型

提案股東類型	110 年	111 年	112 年
自然人	-	7	4
非機構投資人之法人	1	4	2
機構投資人	-	-	1
合計	1	11	7

資料來源：作者自製

第四節 小結

我國公司法對於股利分派的決策機制設計體現了公司治理中的權力分配原則。依據公司法第 228 條及第 230 條的規定，股利分派議案的提出權專屬於董事會⁶⁰，充分反映了立法者對董事會專業經營判斷的尊重，符合現代公司治理理論中對董事會角色的定位。然而，盈餘分派或虧損撥補係公司法第 184 條第 1 項賦予股東會決議的權力⁶¹，這一規定實質上擴展了股東會的決策範圍。根據此條文，股東會不僅有權接受或否決董事會的提案，還可能對該提案進行調整或修正。平衡董事會的專業管理權與股東的最終決策權，體現了公司法對股東權益的

⁵⁹ 楊岳平（2020），〈公開發行公司之公司治理、機構投資人與股東行動主義〉，《臺灣財經法學論叢》，2 卷 1 期，頁 406-407。

⁶⁰ 王文字（2022），《公司法論》，頁 377，元照。

⁶¹ 方嘉麟（2005），〈會計表冊承認制度之研究兼論違法盈餘分派之責任歸屬〉，《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，

保護；就此有學者認為股東會對於發放現金股利或股票股利所享有之分派權利有限，僅得於股東會中享有消極之否決權⁶²。

然而，在學界存在一種不同的觀點，主張應重新考慮股利分派決策權的歸屬。部分學者建議將股利分派的權限從股東會的職權範圍中剝離，不再由股東會決議為之。這一觀點的核心論據源於對我國現行股東會決議機制的批評性反思。根據我國公司股權結構的特點及公司法第 174 條及第 175 條關於股東會決議方式的規定，我國股東會決議在實踐中往往反映了大股東的意志，多數股東挾其表決權之優勢已足以排除少數股東之發言權⁶³。

此外，根據公司法第 206 條第 2 項及第 178 條規定，盈餘分派被視為一般股東利益，因此不適用利益迴避原則。這意味著所有股東，包括大股東在內，都有權參與此項決策。更進一步而言，公司法第 23 條規定的注意義務和忠實義務主要適用於董事和經理人，而非一般股東。大股東作為股東身分，原則上不負有這些義務。這種法律框架下，可能導致大股東透過其在股東會中的優勢地位，主導甚至操控股利分派的決策過程。這種情況下，大股東可能會做出有利於自身但可能損害公司或其他股東長遠利益的股利分派決策，卻無須承擔相應的法律責任⁶⁴。

股利政策在公司治理體系中扮演著關鍵角色，其重要性不僅體現在股東權益的實現上，更對公司的整體發展策略產生深遠影響⁶⁵。在實務操作層面，股利政策的制定涉及多方面的考量。因此有學者提出在進行股利分派時，應引入償付能力測試機制，要求公司在分派盈餘前，必須評估分派後是否仍有能力償還到期

⁶² 張心悌（2005），〈股東提案權之省思—兼以代理成本與 Arrow 定理觀察〉，《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 285。

⁶³ 曾宛如（2011），〈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 38。

⁶⁴ 陳彥良（2021），〈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。

⁶⁵ 陳彥良（2012），〈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。

債務，強化董事會在制定股利政策時的審慎義務，董事會在決策過程中不僅要考慮股東的即期利益，還要權衡公司的長期償債能力和財務健康狀況⁶⁶。

股利分派為我國投資人極為重視之議題，由本章統計資料可見，投資人採取股東提案請求公司分派股利之提案較往年增加，而評估列入股東會議案之標準卻不一致，若公司已依現行公司法規範授權董事會決議股利分派，則發行新股案與現金股利案兩者列入情形就有所不同⁶⁷。另公司將股利分配案列入股東會議案後，是否可直接於股東會討論，或是經董事會通過後提報至股東會，值得進一步討論。

⁶⁶ 劉連煜，前揭註 53，頁 660。

⁶⁷ 112 年國喬石油化學股份有限公司即有此情形。



第三章 機構投資人與公司治理

在時空背景已不同之情況下，機構投資人不必然只是少數股東，甚至有可能是公司的最大股東，近年來機構投資人在資本市場的占比逐年提升，為強化公司治理，單純仰賴企業內部監督制衡機制之設計，並不足以發揮成效，由於機構投資人相較於一般股東更具優勢，且較無欠缺參與公司治理誘因的問題，隨著法規演進和市場發展，機構投資人在公司治理中的角色日益重要⁶⁸，本章將進一步說明機構投資人及其與股利分派相關之投票政策。

第一節 機構投資人參與公司治理

過往機構投資人通常係透過法說會或議合等方式與被投資公司溝通，近年來亦轉而採取較為積極之方式參與公司治理，長期以來公司治理研究一方面強調股東利益保護之重要性，一方面卻又苦於機構投資人無意挺身捍衛股東利益的困境，現代股東行動主義可以如何擺脫此長期困境，遂成為值得探討的議題⁶⁹。

第一項 機構投資人的類型

本文所稱機構投資人，可依其法律定位及資金來源區分為「資產擁有人」和「資產管理人」兩種類型⁷⁰。機構投資人可依其法律性質、組織架構及監管框架進行分類。就我國法制而言，機構投資人主要可歸納為三種不同類型：三大法人、政府基金及金融機構⁷¹。所謂三大法人，係指外國法人、證券投資信託公司及證券商自營商；所謂，外國法人泛指非本國之外國之機構投資人⁷²；所謂證券投資

⁶⁸ 郭大維（2023），〈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。

⁶⁹ 楊岳平，前揭註96，415。

⁷⁰ 機構投資人盡職治理守則第一章規定。

⁷¹ 文懿（2021），〈機構投資人盡職治理踐行實效之研究—以我國政府四大基金為中心〉，頁14，國立臺灣大學事業經營法務碩士在職學位學程碩士論文。

⁷² 依照「華僑及外國人投資證券管理辦法」及「大陸地區投資人來臺從事證券投資及期貨交易管理辦法」辦理登記的投資人。



信託公司，則指本國投資信託基金，匯集投資人之資金由基金管理人代為投資管理之共同基金⁷³；至於自營商則係以自有資金進行投資之證券商⁷⁴。所謂政府基金，包含由勞動部勞動基金運用局管理之勞工退休基金（包含新舊制勞退基金）、勞工保險基金（勞保基金）、由公務人員退休撫卹基金管理委員會管理之公務人員退休撫卹基金（退撫基金）及由中華郵政股份有限公司管理的郵政儲金，合稱為四大基金；此外尚包含由行政院國家發展基金管理會管理之行政院國家發展基金（國發基金），以及由國家金融安定基金管理委員會管理之國家金融安定基金（國安基金）。另外我國機構投資人屬金融機構一類，為銀行業及保險業等。

第二項 盡職治理與責任投資

第一款 聯合國責任投資原則

責任投資原則⁷⁵為機構投資人採取相關行動的重要推手，責任投資原則立基於機構投資人的法律地位，闡明了其在 ESG 投資領域的法律義務與承諾，這一原則不僅反映了現代公司治理的趨勢，也體現了投資法規對機構投資人行為的新要求，其共有六大原則⁷⁶：「將 ESG 問題納入投資分析和決策過程；成為積極的所有者，並將 ESG 問題納入所有權政策和實踐；尋求被投資實體合理揭露 ESG 相關問題；推動投資業廣泛採納並貫徹落實責任投資原則；齊心協力提高責任投資原則的執行效果；報告責任投資原則的執行情況和進展。」機構投資人考量 ESG 議題之方式可以分為三種：融入 ESG 因素（ESG incorporation）、積極行使

⁷³ 證券投資信託及顧問法第 3 條將投信定義為：「向不特定人募集證券投資信託基金發行受益憑證，或向特定人私募證券投資信託基金交付受益憑證，從事於有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易。」

⁷⁴ 依照證券交易法第 15 條及第 16 條之定義，自營商係經營「有價證券之自行買賣及其他經主管機關核准之相關業務」之證券商。

⁷⁵ PRI, *What is the PRI?*

<https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri> (last visited May 18, 2024)。

⁷⁶ PRI, *What are the Principles for Responsible Investment?*

<https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment> (last visited May 18, 2024)。

股東權（active ownership）、政策議合（policy engagement）⁷⁷。責任投資原則的核心，在於將 ESG 議題納入投資決策流程之中。此政策倡議可能帶來多項重大影響，對於所處的產業關鍵 ESG 議題有所了解並有良好表現的公司，甚至會比同時在關鍵與非關鍵議題上表現良好的公司，擁有更好的表現⁷⁸。

第二款 機構投資人盡職治理守則

機構投資人盡職治理守則（Institutional Investors Stewardship）係我國臺灣證券交易所公司參考英國的盡職治理守則，並考量本土市場特性後頒布，盼能提升公司治理品質⁷⁹。目前加入機構投資人盡職治理原則簽署名單包含 150 家機構投資人等業者⁸⁰。其主體為指數提供商、投票顧問機構、資產管理者及資產所有者等⁸¹。

機構投資人在集中交易市場的地位日益重要，其交易比重逐年上升。這些機構掌控並運作大量資金，對市場走向和被投資公司的經營決策有舉足輕重的影響。因此，機構投資人在進行投資或履行受託人責任時，需要考慮更廣泛的責任。

「盡職治理」概念正是源於此。它要求機構投資人以資金提供者的長遠利益為依歸，這些資金提供者可能是客戶、受益人或機構本身的股東。盡職治理體現在以下幾個方面：首先，法規及市場實踐均要求機構投資人對被投資公司的經營狀況

⁷⁷ PRI, *How Can a Passive Investor Be a Responsible Investor?*

<https://www.unpri.org/download?ac=6729> (last visited May 18, 2024)。

⁷⁸ 曲華葳、吳宓穎（2019），〈從企業社會責任邁向責任投資：我國資本市場的機會與挑戰〉，《集保雙月刊》，247 期，頁 16-34。

⁷⁹ 臺灣證券交易所公司治理中心新聞稿，〈證交所發布「機構投資人盡職治理守則」〉，<https://cgc.twse.com.tw/pressReleases/promoteNewsArticleCh/1206>（最後瀏覽日：05/18/2024）。

⁸⁰ 證交所網站，〈盡職治理守則簽署名單〉，

<https://cgc.twse.com.tw/stewardshipList/listCh>，（最後瀏覽日：05/18/2024）。

⁸¹ 巫慧燕（2021），《我國資產管理業者落實盡職治理之研究》，資產管理人才培育與產業發展基金委託專題研究，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，頁 83-86。

保持高度關注；其次，他們應積極參與公司治理，包括出席股東會、審慎行使投票權，以及與公司管理層保持適度的溝通和互動⁸²。



第三項 機構投資人參與公司治理之限制

機構投資人受限於現行相關法規之轉投資限制與強制分散持股之規定，因此可能構成其參與被投資公司的公司治理之限制。所謂轉投資之限制，係指以法令限制機構投資人得進行轉投資之上限，其目的多在於考量各機構投資人進行轉投資時所可能遭遇之風險，為避免風險實現而造成機構投資人與其投資人之損失⁸³。以下表十彙整我國關於轉投資限制之相關規定。

表十：我國機構投資人轉投資及參與經營之限制

機構投資人 類型	轉投資及參與經營之限制
金融控股公司	1.金融控股公司應確保其子公司業務之健全經營，其業務以投資及對被投資事業之管理為限。(金融控股公司法§36) 2.金融控股公司得向主管機關申請核准投資前條第二項所定事業以外之其他事業；金融控股公司及其代表人，不得擔任該事業董事、監察人或指派人員獲聘為該事業經理人。(金融控股公司法§37 第 1 項)
商業銀行	1.商業銀行得向主管機關申請投資於金融相關事業。(銀行法§74 第 1 項) 2.商業銀行為配合政府經濟發展計畫，經主管機關核准者，得投資於非金融相關事業。但不得參與該相關事業之經營。(銀行法§74 第 2 項) 3.商業銀行轉投資亦有投資總額及家數限制，且若被投資事業之經營有顯著危及銀行健全經營之虞時，主管機關得命銀行於一定期間內處分所持有該被投資事業之股份。(銀行法§74 第 3 項、第 5 項、第 6 項；商業銀行轉投資應遵守事項準則)

⁸² 臺灣證券交易所公司治理中心，〈盡職治理守則簡介〉，
<https://cgc.twse.com.tw/front/stewardship>，(最後瀏覽日：05/18/2024)。

⁸³ 林其叡 (2023)，〈論機構投資人與公司治理—以表決權行使為中心〉，頁 64-66，國立臺灣大學法律學系碩士論文。

表十：我國機構投資人轉投資及參與經營之限制

機構投資人 類型	轉投資及參與經營之限制
證券商	證券商除經本會核准之轉投資事業外，其取得公司股份股權之行使應基於公司之最大利益，不得直接或間接參與該發行公司經營或有不當之安排情事。(證券商管理規則§20 第 1 項)
保險公司	1.資金之運用，除存款外，以有價證券及不動產等正面表列之投資項目而轉投資保險相關事業。(保險法§146) 2.不得有以保險業或其代表人擔任被投資公司董事、監察人及行使對被投資公司董事、監察人選舉之表決權等規定。(保險法§146-1 第 3 項)
投信公司	1.證券投資信託事業行使前項表決權，應基於受益憑證持有人之最大利益，且不得直接或間接參與該股票發行公司經營或有不當之安排情事。(證券投資信託事業管理規則§23 第 2 項) 2.證券投資信託事業及證券投資顧問事業經營證券投資信託業務或全權委託投資業務，從事投資不得有介入被投資對象本身及其直接、間接投資事業之經營權之爭、協助他人取得或鞏固經營權等情事。(金管證投字第 1110380579 號)

資料來源：作者自製

至於所謂強制分散持股規定，其制定目的在於分散投資風險，避免機構投資人過度集中投資於特定公司而損及該機構投資人與其投資人之利益⁸⁴，但轉投資限制與強制股權分散規定，均可能使得機構投資人無法取得足夠之股權數量，從而對於被投資公司難以採取有效之監督或控制對策；如此將使得被投資公司經營階層之地位穩若盤石，大大削減了機構投資人本於股東地位對於公司經營階層為有效監督或制衡之可能。我國機構投資人受強制分散持股規定限制，亦較外資機構投資人處於相對弱勢狀態，蓋相關限制並未規範外資機構投資人，從而可能衍生公平性問題⁸⁵。以下表十一整理我國關於強制分散持股之相關規定。

⁸⁴ 劉連煜 (1994)，〈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 416-417。

⁸⁵ 林筠騏 (07/08/2021)，〈保險資金無「法」監管被投資公司 保險業之為與難為？〉，《理財周刊》，<https://www.moneyweekly.com.tw/Magazine/Info/%E7%90%86%E8%B2%A1%E5%91%A8%E5%88%8A/72036> (最後瀏覽日：05/18/2024)。

表十一：我國機構投資人持股分散之規範

機構投資人 類型	持股分散之規範
證券商	關於持股本國公司、外國公司、單一關係人不得超過該公司已發行股份總額及該證券商淨值之一定比例的規定。(證券商管理規則§19 條第 1 項)
保險公司	購買每一公司之股票不得超過該保險業資金 5%及該發行股票之公司已發行股份總數 10%。(保險法§146-1 第 1 項)
投信公司	每一基金投資於任一上市或上櫃公司股票之股份總額，不得超過該公司已發行股份總數之 10%。(證券投資信託基金管理辦法§10 第 1 項第 9 款)
四大基金	投資有價證券的投資額度或比率限制。(勞工保險基金管理及運用辦法§6；公務人員退休撫卹基金委託經營辦法§12 條第 1 項)

資料來源：作者自製

為了防止保險業濫用其財力不當干預被投資公司經營，以財務投資為名，實則意圖操縱公司決策，故鼓勵保險業採取長期投資策略，而非短期投機行為，針對其選舉表決權亦應重新檢視持有期間等規範，而非完全限制其表決權；如需持有某公司的股份達到一定期限，例如一年，才能在該公司的董事和監察人選舉中行使表決權；以及事前揭露之限制，相對於一律支持現有經營者，為增進資本市場的透明度和公平性，可以考慮引入一項新的申報制度，當持有某家公司的股權達到或超過一定比例（例如 5%）時，必須向相關主管機關進行申報，更需要明確聲明其投資意圖，特別是是否有意圖影響被投資公司的經營權，有或無皆可採不同的揭露要求及後續行動⁸⁶。相關建議應可作為我國不同類型機構投資人對董監選舉表決權的行使之規範參考。現行規範之下，機構投資人參與公司治理受到一定限制，但仍存有許多配套措施得以彌補，例如：委託書徵求、股東表決權及股東對於董事提名權等⁸⁷。

⁸⁶ 邵慶平（2022），〈公司經營權爭奪與保險業規範—析論一〇三年修正保險法第 146 條之 1 第 3 項規定〉，《政大法學評論》，170 期，頁 242-247。

⁸⁷ 王育慧，前揭註 58，頁 168-172。

第二節 機構投資人參與公司治理的優勢與挑戰

由於機構投資人持股相對於一般投資人集中等優勢，對機構投資人參與公司治理的前景也抱持許多期待，然而機構投資人參與公司治理亦有許多挑戰，以下將以機構投資人參與公司治理的優勢與挑戰分別說明之。

第一項 機構投資人參與公司治理的優勢

機構投資人可能因持股部位較大、避免價格下跌時實現投資損失、指數化的趨勢或是法規限制等原因，而不優先選擇出脫持股，故傾向選擇持續保有投資⁸⁸。此種長期投資策略某程度更能落實其投資策略，若不滿意被投資公司管理階層之經營策略，有可能無法「用腳投票⁸⁹」，當其無法繼續持有投資標的而必須立即出脫持股時，可能會有相當嚴重之虧損⁹⁰。當機構投資人不易透過出售股份離開被投資公司時，會較重視被投資公司的長期價值，從而有誘因投入促進被投資公司的公司治理行動。

另外，我國近期指數股票型基金的風行，造成指數股票型股票基金投資金額大幅成長。但指數股票型股票基金必須依照其所追蹤的指數持股，不能任意出售其所投資公司的股票，故有論者指出更能期望指數股票型基金積極投入促進公司治理的行為⁹¹。學理上多指出機構投資人具備以下原因與特質，故理論上應更能發揮監督公司的功能，從而對於公司治理可有正面效益⁹²。

⁸⁸ 陳彥良、邱佳慶（2019），〈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 41-44。

⁸⁹ Dorothy Lund (2017). *The Case Against Passive Shareholder Voting*, 43 JOURNAL OF CORPORATION LAW 493, 516 (2018).

⁹⁰ 傑夫·葛蘭姆（著），陳昌儀（譯）（2018），《大股東寫給經營者的 8 封信 巴菲特、葛拉罕與維權投資人如何影響近代企業的思想與行動？》，頁 352，大寫。

⁹¹ Jan Fichtner et al., *Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk*, 19 BUSINESS AND POLITICS 298, 309 (2017).

⁹² 陳彥良、邱佳慶，前揭註 88，頁 44。

第一款 專業及資源

機構投資人擁有專業的投資團隊和管理能力，得以克服傳統一般投資人之缺陷，且機構投資人較有誘因積極參與公司治理，以維護被投資公司及其本身之利益⁹³。此外機構投資人通常熟悉金融市場運作，具備專業團隊負責擬定其公司治理原則與投票政策、在股東會行使表決權、與被投資公司議合，並發布公司治理相關的報告⁹⁴，故機構投資人能獲得更多關於被投資公司的資訊以作成更好的決定。

機構投資人在促進公司治理方面具有獨特的優勢，其中一項重要工具就是運用股東訴訟權。相較於一般投資者，機構投資人通常擁有更充足的財務資源、更專業的法律知識，以及更強大的組織能力。通過提起股東訴訟，機構投資人可以對公司管理層施加壓力，促使其履行資訊揭露的義務。這種法律行動不僅可以糾正具體的不當行為，還能夠產生更廣泛的威懾效果，鼓勵其他公司主動提高資訊透明度，使得公司管理層面臨更嚴格的外部監督，從而減少代理問題，增進公司與股東利益的一致性，機構投資人實際上擔當了市場監督者的角色，為改善整體公司治理環境做出了貢獻⁹⁵。

第二款 集體行動

一般投資人因持股相當有限，相對機構投資人來說，較無誘因行使股東權。蓋一般投資人參與公司經營對自身可帶來的效益相對有限，礙於集體行為問題（Collective Action Problem），一般投資人積極參與公司治理，反而讓其他未積極參與的一般投資人雨露均沾，此搭便車（Free-Riding）效應因此降低一般投資

⁹³ 郭大維，前揭註 68，頁 93-94。

⁹⁴ Caleb Griffin, *We Three Kings: Disintermediating Voting at the Index Fund Giants*. 79 MARYLAND LAW REVIEW 954, 964 (2020).

⁹⁵ 陳彥良、邱佳慶，前揭註 88，頁 43。

人參與經營的誘因⁹⁶。機構投資人本於對其受益人負有的受託人義務，亦較有誘因投資與監督被投資公司的董事會⁹⁷。

相對而言，機構投資人持股較一般投資人集中，故較能減少一般投資人面臨之集體行動問題。且機構投資人之股東權運作如能注重公司之經營績效，在其持股相對較高的情形下參與公司治理，將可緩解代理成本並同時提升監控效率⁹⁸。

第三款 共同合作

機構投資人在履行其盡職治理責任時，可以採取集體行動策略⁹⁹，法規允許機構投資人在必要時建立合作關係，聯合行使股東權利。這種聯合行動的主要目的是為了更有效地維護其客戶或受益人的權益，可處於與公司管理階層較平等地位，與公司管理階層交涉以監督被投資公司，進而促使經營績效提升，並避免公司管理階層濫權，此係由機構投資人共同合作可創造較大量的持股壓力，迫使公司必須與機構投資人進行對話¹⁰⁰。

依我國過往實務經驗，機構投資人在議合上普遍偏向低調且單獨進行，然而機構投資人若參與相關倡議組織，或可擴大發揮影響力¹⁰¹；此外單一機構投資人的資金或影響力或許有限，當多個機構投資人達成共識並採取協調一致的行動時，其對被投資公司的影響力會顯著增強。這種集體行動能夠在特定議題上形成相當強大的壓力，迫使公司管理層更認真地考慮這些機構投資人的立場¹⁰²。

⁹⁶ 楊岳平，前揭註 59，頁 391。

⁹⁷ 李懿洋（2016），〈從薪酬監督外部治理看機構投資人之盡責管理〉，《會計師季刊》，268 期，頁 67-74。

⁹⁸ 鄧學修（2008），〈美國退休基金機構參與公司治理之探討〉，《經濟研究》，8 期，頁 278。

⁹⁹ 機構投資人盡職治理守則原則四指引 4-3。

¹⁰⁰ 陳彥良、邱佳慶，前揭註 88，頁 44。

¹⁰¹ 簡立忠（2023），〈機構投資人盡職治理實務與揭露持續進展〉，《證券服務》，694 期，頁 7。

¹⁰² 簡立忠（2021），〈機構投資人盡職治理揭露建議與評比機制〉，《會計研究月刊》，433 期，頁 86。

一般散戶股東因持股比例低對公司的影響力較小，股東對於參與公司事務的財務誘因也十分低落，更遑論散戶股東缺乏相關專業的問題。而一般股東間要團結行動時，又會出現所謂的集體行動問題。既然一般的散戶股東無法作為提升公司治理的對策，各界便將期待寄望在機構投資人身上，機構投資人可以說是被視為是提升公司治理之重要對策¹⁰³。

金管會於 112 年發布「上市櫃公司永續發展行動方案」，其中包含精進投資人關係平台及推動機構投資人共同議合；金管會並表示其將蒐集國外實務共同議合作法¹⁰⁴，正在考慮建立一個創新的機制，機構投資人共同議合平台，這個平台的核心目的是為機構投資人提供一個有組織、有結構的途徑就特定議題進行協調合作；有論者更稱此為「可成條款」¹⁰⁵，未來眾多機構投資人是否透過此議合平台參與股利分派，亦是值得觀察的地方。

第二項 機構投資人參與公司治理的挑戰

另一方面，機構投資人參與公司治理可能會引發管理階層與機構投資人之間的衝突，導致公司內部治理問題加劇，影響公司營運並可能增加公司管理成本；此外過度的股東行動主義可能導致公司管理階層需要花費更多的時間和資源與股東溝通，進而增加公司的管理成本。以下討論幾個機構投資人參與公司治理可能對被投資公司帶來的負面效益。

¹⁰³ 張景儒（2022），〈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〉，頁 16，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

¹⁰⁴ 金管會新聞稿，〈金管會發布「上市櫃公司永續發展行動方案(2023 年)」〉
https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202303280001&dttable=News，（最後瀏覽日：05/18/2024）。

¹⁰⁵ 經濟日報（03/29/2023），〈可成條款來了 推動機構投資人揪團議合〉，
<https://money.udn.com/money/story/5613/7063040>。

第一款 短期主義

在新興的股東行動主義模式下，市場派股東不必然執著於取得公司過半數股權及過半數董事席次，而亦可能將目標放在取得部分董事席次以進入董事會參與公司決策、對公司建議、乃至施壓改善經營策略，以便於短期內提升公司經營績效後退場。此策略固然可能有助強化對公司派的監督，卻也有短期主義之疑慮¹⁰⁶。

所謂短期主義¹⁰⁷（Short Termism），係擔心機構投資人過度尋求短期利益因而犧牲長期價值，反而對公司發展有負面影響¹⁰⁸。論者有指出機構投資人利用股東行動主義遂行上述經營策略，雖然短期內可能使被投資公司的股價上升，但就公司長期經營而言可能有殺雞取卵之嫌，可能破壞公開發行公司乃至整體經濟的長遠發展¹⁰⁹。

由於機構投資人所投資的公司標的甚多，在成本效益考量下難以仔細研究個別公司並在個別公司的治理問題上作出最佳決策¹¹⁰。較為極端之情形下，倘被投資公司經營不善時，極可能直接以出脫持股之方式因應，而無法在公司治理上發揮效用¹¹¹。

¹⁰⁶ 楊岳平（2018），〈評析公司法修正對股東行動主義的影響〉，《裁判時報》，76期，頁64。

¹⁰⁷ J. Leo E. Strine, *Who Bleeds When the Wolves Bite? A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System*. 126 YALE LAW JOURNAL, 1870, 1943 (2017).

¹⁰⁸ Deirdre Ahern (2018). *The Mythical Value of Voice and Stewardship in the EU Directive on Long-Term Shareholder Engagement: Rights Do Not an Engaged Shareholder Make*, 20 CAMBRIDGE YEARBOOK OF EUROPEAN LEGAL STUDIES 88, 99 (2018).

¹⁰⁹ 楊岳平，前揭註96，頁403。

¹¹⁰ 林其叡，前揭註128，頁63。

¹¹¹ 廖翊婷，前揭註126，頁210。

第二款 利益衝突

機構投資人可能為了自身利益，作出減損被投資公司與一般投資人利益之行為，此處之利益衝突¹¹²又可分為三種：交叉所有利益衝突、公司客戶衝突、以及統一政策衝突。

所謂交叉所有利益衝突（Cross-ownership Conflict），是來自機構投資人持股範圍廣泛且多樣的結果，當機構投資人持有許多公司之股票時，對其中一個公司有利之行動可能對另一個公司產生不利之結果，此際同時持有兩家公司股票的機構投資人即可能面臨利益衝突¹¹³。

水平持股¹¹⁴（Horizontal Shareholding）為機構投資人持股廣泛下之另一種形式利益衝突，其又稱為共同所有（Common Ownership）或交叉所有（Cross-Ownership），用以形容一小群投資人（通常是機構投資人）持有同一產業中複數公司的可觀股份。水平持股可能減少機構投資人參與公司治理以提升被投資公司表現的誘因，蓋當一家公司表現不若同產業另一家公司時，機構投資人仍然能夠從另一家公司獲利¹¹⁵。且其既然對多家公司存在經營影響力，其可能在計算自身利益後，將其中一家公司的利益犧牲予另一家公司，以追求自身利益的最大化。於此種情形，由於機構投資人的投資利益主要繫諸整體產業風險而非個別公司風險，故機構投資人可能更傾向考量整體產業因素¹¹⁶。

公司客戶衝突（Corporate Client Conflict）係指機構投資人可能顧慮與被投資公司間既有或潛在的客戶關係，甚至考量其他政治因素¹¹⁷，導致其因為自身的

¹¹² Sean J. Griffith & Dorothy Lund, *Conflicted Mutual Fund Voting in Corporate Law*, 99 Boston University Law Review, 1151, 1172 (2019).

¹¹³ Gregor Matvosa & Michael Ostrovsky, *Cross-Ownership, Returns and Voting in Mergers*, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 391, 402-403 (2008).

¹¹⁴ Asaf Eckstein, *The Virtue of Common Ownership in an Era of Corporate Compliance*, 105 IOWA LAW REVIEW 507, 509 (2020).

¹¹⁵ Einer Elhauge, *Horizontal Shareholding*, 109 HARVARD LAW REVIEW 1267, 1307 (2016).

¹¹⁶ 楊岳平，前揭註96，頁385-430。

¹¹⁷ 馬黛、詹傑仲、胡德中（2002），〈政府干預股市的理論與實證分析：台灣股市的護盤實例〉，《財

考量而不為其受益人之最大利益監督被投資公司之經營階層與投入盡職治理行為。有論者認為機構投資人的投票贊成率普遍較高，以及股東提案數量普遍較低，或可窺見機構投資人傾向配合被投資公司經營階層¹¹⁸。

統一政策衝突（Uniform policy Conflict）係因機構投資人的公司治理政策多為集中化擬定，其相關政策未必符合投資人最大利益¹¹⁹，甚至可能產生反向的評估結果。機構投資人可能為節省盡職治理的成本，而僅注重推動一般性的「良好公司治理行為」，但不關注個別被投資公司的個別性問題，而在各個被投資公司的個別性公司治理問題中選擇沈默¹²⁰。倘若市場上多數機構投資人都僅遵循類似良好的公司治理原則，亦可能產生集中化與同質化的統一政策，如此同質化亦會導致機構投資人彼此間的競爭壓力下降¹²¹。

公開發行公司普遍存在股權分散現象，為追求經營效率，公司所有者，也就是股東，勢必將經營決策權賦予少數人，因此會出現股東（本人）委託經營者（代理人）的現象。因此，公司經營者可能因個人利益而做出損害公司或股東整體利益的決策。此問題源於所有權與經營權分離，反映了代理理論的核心議題，其導因即為公司所有者與公司經營者的利益衝突。

為了解決代理問題，進而提升公司治理，公司法強調股東應監督經營階層，因此學說上不斷地提倡應強化股東之權利¹²²。有鑑於上述代理成本對於股東可能造成之損害，抑制代理成本的法律策略可以大致分為「監管策略」（Regulatory Strategies）與「治理策略」（Governance Strategies），前者規範本人與代理人間

務金融學刊》，10 卷 3 期，頁 107-145。

¹¹⁸ Bernard Black, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, UCLA LAW REVIEW 811, 893 (1992).

¹¹⁹ Jan Fichtner et al, *supra* note 91 at 307.

¹²⁰ Ronald Gilson & Jeffrey Gordon, *Agency Capitalism: Further Implications of Equity Intermediation*. RESEARCH HANDBOOK ON SHAREHOLDER POWER 32 (2014).

¹²¹ Griffin, *supra* note 94, at 30-31.

¹²² Lucian Bebchuk (2005). *The Case for Increasing Shareholder Power*. Harvard Law Review, 118(3), 833-914.

之實體關係，並具有命令性質，傾向直接限制代理人的行為，而後者則尋求增強本人對代理人行為的控制，治理策略通常需要高昂的溝通成本，因此通常股東偏好運用監管策略¹²³。



第三款 空洞投票

我國公司法第 179 條明確規定股份有限公司股東表決權的基本原則為一股一表決權，為確保股東的投票權與其經濟利益相匹配，維護公司治理的公平性和股東權益。然而，隨著金融市場的創新和複雜化，出現了一種新的現象，即表決權與經濟利益的分離。這種情況下，某些投資者可能擁有不成比例的表決權，而實際承擔的經濟風險卻相對較小。這種現象被稱為新型態的買票行為或新式投票權收購 (New vote buying)，其行為包含兩種情況，當某股東享有之經濟利益較大時，有稱其為隱藏所有權 (Hidden Ownership)；反之則稱為「空洞投票 (Empty Voting)」¹²⁴。於機構投資人之情形確實可能發生二者間權利分離的現象。申言之，機構投資人之投資人係資金提供者，其實際享有機構投資人持股之經濟利益，而機構投資人僅為該股票之名義所有人，卻可行使表決權。此際由於兩者之利益不必然一致，因此可能發生機構投資人不按照受益人之最佳利益行動。

傳統的公司治理模式建立在股東表決權與經濟利益一致性的基礎之上。在這種情況下，股東因同時擁有股份的經濟權益和表決權，通常會以追求個人最大經濟利益的方式行使投票權，這往往與公司整體利益相符合。在投票者擁有表決權但不承擔相應的經濟風險，這導致了投票者的利益與公司利益之間可能出現脫節甚至對立。由於投票者不會直接受益或受損於公司的經營成果，他們可能對公司的長遠利益漠不關心，甚至可能做出損害公司利益的決策。更為嚴重的是，一些投票者可能會利用這種機制進行套利。例如，投票者可能同時持有公司股票

¹²³ 王文字 (2022)，《公司治理與法令遵循》，頁 18，元照。

¹²⁴ Henry T. C. Hu & Bernard Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*. 79 SOUTH CALIFORNIA LAW REVIEW 811, 825 (2006).

和做空該公司，然後利用其表決權影響公司決策，促使公司股價下跌，從而從其做空之交易中獲利¹²⁵。



盡職治理的意涵與目標在於期待機構投資人身為受託人的同時，也應發揮其對於被投資公司股東角色的職能；但盡職治理也是公司治理關係與投資管理關係間的重要橋梁，可引導機構投資人平衡其受託人與股東身分¹²⁶。學理上亦有學者建議應允許機構投資人之投資人有權指示機構投資人根據投資人之特定建議投票，以促成間接持股之投資人可實質上進行投票，以降低機構投資人的代理成本¹²⁷。

另外，近年來 ESG 議題受到國內外機構投資人的廣泛重視，機構投資人頗有將 ESG 融入其投資決策且於被投資公司推動 ESG 相關改革的現象。然而由於空洞投票問題，機構投資人背後之受益人未必與機構投資人有相同之 ESG 想法，故亦有落者認為應落實改革，以讓機構投資人背後之受益人有表達其 ESG 偏好之機會¹²⁸。

美國證券交易委員會（SEC）針對機構投資人的受託責任¹²⁹制定了一系列規定，確保投資決策的透明度和問責制。這些規定主要涉及兩個方面，投票政策的揭露和實際投票情況的報告。首先，SEC 要求機構投資人公開其代理投票政策和程序¹³⁰，必須明確說明機構投資人代表客戶進行投票時所遵循的原則和具體做法，使客戶能夠了解並評估機構投資人的決策標準。其次，SEC 還要求機構投資人揭露其所持有投資組合證券的實際投票情況，機構投資人需要詳細記錄並公

¹²⁵ 孫大歲（2023），《空洞投票與公司治理》，頁 8，國立臺灣大學法律學系碩士論文。

¹²⁶ 廖翊婷（2020），《初探機構投資人之盡職治理——以與受託人義務之調和為中心》，頁 234，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

¹²⁷ Griffin, SUPRA NOTE 94, AT 30-31.

¹²⁸ 林其叡，前揭註 83，頁 110。

¹²⁹ 呂煜仁（2022），〈美國機構投資人投票意向揭露制度簡介〉，《司法周刊》，2127 期，頁 3。

¹³⁰ Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies, Investment Company Act Release Nos. 33-8188, 34-47304, IC-25922, 17 CFR §§ 239, 249, 270, 274 (Apr. 14, 2003)



開在各項公司決策中的投票選擇，這種做法使得客戶和監管機構能夠核實機構投資人的實際行為是否與其聲明的政策一致。此外，對於那些代理客戶行使投票權的投資顧問，SEC 提出了更高的要求。這些投資顧問不僅需要採用符合受託標準的代理投票政策，還必須揭露其代理投票記錄¹³¹。這意味著投資顧問必須制定並遵循一套能夠最大程度保護客戶利益的投票策略，同時還要保持完全的透明度。

有論者提出 SEC 的這項規範推動了股權研究代理機構(proxy advisory firms)的蓬勃發展。這種發展反映了機構投資人在面對新的監管要求時所採取的策略性應對。股權研究代理機構的崛起可以被視為機構投資人尋求合規和風險管理的一種手段。這些專業機構提供深入的公司治理分析和投票建議，為機構投資人的決策提供了專業支持。通過利用這些機構的服務，投資人可以在一定程度上確保其投票行為符合受託義務的要求，同時也能夠更好地應對 SEC 的資訊揭露規定¹³²。這種透明度的要求實際上創造了一種間接的壓力機制，機構投資人意識到其每一次的投票決定都可能被仔細審視，這就促使機構投資人更加謹慎地行使其代理投票權，機構投資人必須確保每次投票都能夠合理解釋，並與其既定的投票政策相符，否則可能面臨來自客戶、監管機構甚至公眾的質疑¹³³。

¹³¹ Proxy Voting by Investment Advisers, Investment Advisors Act Release No. IA-2106, 17 C.F.R. §§ 275 (Mar. 10, 2003)

¹³² 黃朝琮(2021)，〈股東會投票顧問機構之運作與規範〉，《臺北大學法學論叢》，118期，頁185。

¹³³ 呂煜仁，前揭註129，頁3。

第三節 股利分派投票政策

第一項 機構投資人



法規要求機構投資人制定並公開其投票政策，提升機構投資人決策的透明度和可預測性，故本文以 112 年機構投資人盡職治理資訊揭露較佳名單¹³⁴為基礎，整理其與股利分派相關之投票政策如以下表十二。

由以下整理可以發現，我國機構投資人大部分尚未對股利分派議案訂定明確之投票政策，僅有少數機構投資人訂定與股利分派相關之投票政策並表示其將考量配息率，此類機構投資人雖未詳細說明其政策如何符合股東利益，但已明確表態股利分配政策係其關注之重點之一，其有可能於認為被投資公司的股利分派不符合股東利益之情形時，提出修正議案之內容或是投下反對票。

表十二：機構投資人投票政策

類別	公司名稱	與股利分派相關之投票政策
投 信 135	永豐證券投資信託股份有限公司	原則支持年度公司治理評鑑前 5% 公司之議案，包括支持合理比率之股利發放議案。
	安聯證券投資信託股份有限公司	未單獨說明投票政策。
	貝萊德證券投資信託股份有限公司	未單獨說明投票政策。
	施羅德證券投資信託股份有限公司	未單獨說明投票政策。
	國泰證券投資信託股份有限公司	1.配息率是否不利公司永續經營之財務狀況，或配息率是否不符股東最佳利益。 2.對於修改章程，關注該提案是否授權董事會全權決定現金股利分派。
	富達證券投資信託股份有限公司	未單獨說明投票政策。
	群益證券投資信託股份有限公司	未單獨說明投票政策。

¹³⁴ 證交所網站，〈證交所發布盡職治理相關資訊〉，<https://cgc.twse.com.tw/stewardshipInfo/listCh>，（最後瀏覽日：05/18/2024）。

¹³⁵ 中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會，〈機構投資人盡職治理專區〉，<https://www.sitca.org.tw/ROC/StewardShip/main.aspx>，（最後瀏覽日：05/18/2024）。

表十二：機構投資人投票政策

類別	公司名稱	與股利分派相關之投票政策
	摩根證券投資信託股份有限公司	原則上支持提案，大致包括核准股利。
	聯博證券投資信託股份有限公司	同意審計相關提案，包括承認會計表冊。
壽險 136	台新人壽保險股份有限公司	將盈餘分派或虧損撥補定義為重大議案。
	台灣人壽保險股份有限公司	未單獨說明投票政策。
	國泰人壽保險股份有限公司	反對情形，盈餘分配：若配息率不符股東最佳利益（如持續過低而無充分解釋）或不利公司永續經營之財務狀況（如依公司財務狀況配息率過高）。
	第一金人壽保險股份有限公司	未單獨說明投票政策。
	富邦人壽保險股份有限公司	未單獨說明投票政策。
產險 137	中央再保險股份有限公司	未單獨說明投票政策。
	第一產物保險股份有限公司	未單獨說明投票政策。
	富邦產物保險股份有限公司	未單獨說明投票政策。
銀行 138	元大商業銀行股份有限公司	原則上支持盈餘分派。
	兆豐國際商業銀行股份有限公司	未單獨說明投票政策。
	合作金庫商業銀行股份有限公司	未單獨說明投票政策。
	國泰世華商業銀行股份有限公司	未單獨說明投票政策。
	第一商業銀行股份有限公司	未單獨說明投票政策。
	華南商業銀行股份有限公司	未單獨說明投票政策。
	彰化商業銀行股份有限公司	未單獨說明投票政策。
證券 139	中國信託綜合證券股份有限公司	未單獨說明投票政策。
	元大證券股份有限公司	未單獨說明投票政策。
	永豐金證券股份有限公司	未單獨說明投票政策。

¹³⁶ 中華民國產物保險商業同業公會，〈機構投資人專區〉，

https://www.lia-roc.org.tw/list_article?article_content=512，（最後瀏覽日：05/18/2024）。

¹³⁷ 中華民國產物保險商業同業公會，〈機構投資人盡職治理專區〉，

https://www.nlia.org.tw/information_area/investors_line/%E6%A9%9F%E6%A7%8B%E6%8A%95%E8%B3%87%E4%BA%BA%E7%9B%A1%E8%81%B7%E6%B2%BB%E7%90%86%E5%B0%88%E5%8D%80/，（最後瀏覽日：05/18/2024）。

¹³⁸ 中華民國銀行商業同業公會全國聯合會，〈機構投資人盡職治理專區〉，

<https://www.ba.org.tw/PublicInformation/BusinessDetail/51?AspxAutoDetectCookieSupport=1>，（最後瀏覽日：05/18/2024）。

¹³⁹ 中華民國證券商業同業公會，〈機構投資人盡職治理專區〉，

表十二：機構投資人投票政策

類別	公司名稱	與股利分派相關之投票政策
	兆豐證券股份有限公司	未單獨說明投票政策。
	合作金庫證券股份有限公司	未單獨說明投票政策。
	國泰綜合證券股份有限公司	原則上支持盈餘分派之承認案、虧損撥補之承認案、資本公積分派現金案、盈餘分派之討論案、虧損撥補之討論案。
	康和綜合證券股份有限公司	贊成發放收益產生或來自資本公積和法定盈餘的現金或股票股利，惟配（股）息率應符合股東最佳利益。
	第一金證券股份有限公司	原則上支持盈餘、盈餘及資本公積分配案，發放來自收益產生或資本公積和法定盈餘的現金或股票股利是否符合股利政策。
	統一綜合證券股份有限公司	贊成發放收益產生或來自資本公積和法定盈餘的現金或股票股利，惟配（股）息率應符合股東最佳利益。
	富邦綜合證券股份有限公司	未單獨說明投票政策。

資料來源：作者自製

第二項 投票顧問機構

投票顧問機構，又稱代理投票顧問公司，是資本市場中一種專業化的服務提供者。這類機構主要服務對象包括共同基金、退休基金、保險公司和儲蓄機構等大型機構投資人。其核心業務是針對公司股東會的各項議案進行深入分析，並向客戶提供專業的投票建議，藉此收取服務費用。因目前機構投資人通常採取高度分散化的投資策略，其投資組合可能涵蓋數百甚至上千家公司的股票，機構投資人幾乎不可能對每一家被投資公司的所有股東會議案都進行深入、細緻的研究和分析，面對這種困境，委託投票顧問機構成為了一種務實且高效的解決方案。這些專業機構擁有豐富的研究資源和專業團隊，能夠針對各種複雜的公司治理

議題提供深入的分析和建議。通過利用這些機構的服務，投資人可以在有限的時間和資源約束下，獲得做出明智投票決定所需的關鍵信息，這種做法不僅提高了機構投資人決策的效率，也在某種程度上提升了決策的質量，可以幫助機構投資人更好地理解複雜的公司治理問題，從而做出更加明智的投票決策¹⁴⁰。以下表十三整理主要投票顧問機構其與股利分派相關之投票政策。

表十三：投票顧問機構投票政策

類別	來源	與股利分派相關之投票政策
投票顧問機構	Glass Lewis 2024 Taiwan Proxy Voting Policy Guidelines ¹⁴¹	原則上支持 ¹⁴² 。
	ISS 2023 Taiwan Proxy Voting Guidelines ¹⁴³	1.盈餘發給現金：原則上支持，除非配息率持續偏低且無充分說明或基於公司財務狀況下偏高之配息。 2.盈餘發給現金及公積發給現金或新股：原則上支持 ¹⁴⁴ 。

資料來源：作者自製

Glass Lewis 113 年台灣投票政策中說明其政策內容，首先是其認為在大多數情況下，董事會是最有能力決定公司是否有足夠的資源來分派股利¹⁴⁵，另一為其認為基於減少費用及稅賦考量下，股票股利對股東更為有利¹⁴⁶；基於不同的股

¹⁴⁰ 黃朝琮（01/28/2021），〈公司治理藍圖 3.0：投票顧問機構〉，《月旦會計財稅網》，<https://www.angle.com.tw/accounting/cross/post.aspx?ipost=4964>（最後瀏覽日：06/29/2024）。

¹⁴⁰ 可成公司連署網站，<https://www.makecatcherright.com/>（最後瀏覽日：05/18/2024）。

¹⁴¹ Glass Lewis, 2024 Taiwan Proxy Voting Policy Guidelines, <https://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2023/12/2024-Taiwan-Benchmark-Policy-Guidelines-Glass-Lewis.pdf?hsCtaTracking=b3dfacd7-6249-4924-8bf4-53046c74dcb6%7Cf1d1acc9-3672-4d3d-802c-4bc5e0e2c58f>（最後瀏覽日：06/29/2024）。

¹⁴² 前揭註 141。

¹⁴³ ISS, 2023 Taiwan Proxy Voting Guidelines, <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/asiapacific/Taiwan-Voting-Guidelines.pdf?v=1>（最後瀏覽日：06/29/2024）。

¹⁴⁴ ISS 2023 Taiwan Proxy Voting Guidelines, 3.

¹⁴⁵ 前揭註 141。

¹⁴⁶ 前揭註 141。

利分派來源，兩個投票顧問機構似乎皆有不同的主張，此類主張未來是否會影響其股利分派之投票政策，仍值得進一步觀察。



第四節 小結

於第二章可成公司案例中，外資股東在明知本身持股比率非為相對高之情形下仍提案修改公司章程，請求公司將股利分派的決策權限從董事會決議改回須經股東會決議，重視內容似應為其於股東會參與或發表意見之權利，尚未見明確請求公司股利分派數額之情形；而勞退基金於潤泰全公司案例中，在明知潤泰全公司當年度無法配發盈餘之情形下，仍提案要求公司以法定盈餘公積分派現金股利，雖同樣打著股東行動主義之旗幟，不同的公司治理態度與採取的行動也截然不同。

觀察機構投資人及投票顧問機構關於股利分派之政策，大部分機構投資人尚未明確敘明對股利分派之政策，通常係以原則支持之方式，但從其他機構投資人政策中可以發現，在股利分派不同的來源基礎下，如以盈餘或公積發給現金或股票時，皆有可能會有不同的投票政策或指引，或是可能在考量不同之配息率情況下，會有不同的投票結果，此部分亦有可能是基於目前公司法修法後之規範不同所致；另一方面，對於公司章程之股利分派權限歸屬，亦有部分機構投資人及投票顧問機構，關注其是否授權董事會全權決定現金股利分派，與可成案例並無二致，可能是目前機構投資人短期之內較為重視之項目。



第四章 美國法與國際標準之研究

本章第一節聚焦於美國法中與股利分派相關的法律規範。首先，本文將梳理美國股利分派制度的立法沿革，探討其在不同時期的演變與背景。其次，本研究將詳細分析現行法規中關於股利分派的具體要件及程序；第二節則介紹與公司治理相關之國際標準，觀察其原則內容與股利分派相關之規範；第三節綜合前述美國法與國際標準規範所帶來的啟示，並從中分析出對我國法律制度具有參考價值的要素。

第一節 美國法規範

第一項 股利分派規範

模範商業公司法（Model Business Corporation Act，簡稱 MBCA）是美國公司法領域的一項重要文件，由美國律師協會（American Bar Association）編纂而成。這部法典雖然不具備正式的法律效力，但其在美國公司法實踐中的影響力卻不容小覷。MBCA 的核心目標是為美國各州立法機構提供一個制定本州公司法的參考範本。匯集公司法領域最新的理論研究和實務經驗，促進各州公司法的現代化和協調一致。值得注意的是，儘管 MBCA 本身不是法律，但它已經在美國公司法的發展中扮演了舉足輕重的角色，超過半數的州在制定或修訂其公司法時都或多或少地參考了 MBCA 的內容。

MBCA 及其修正版本（Revised Model Business Corporation Act, RMBCA）針對公司股利分派的權限，明定其原則上屬於董事會，規定在不違反公司章程及法律規範的前提下，董事會有權發放公司股利給股東¹⁴⁷。且 MBCA 授予董事會決定發放股利的權限後，只針對何種情況下不可以發放股利設有限制¹⁴⁸，但並未規

¹⁴⁷ Model Business Act § 6.40 (a).

¹⁴⁸ Model Business Act § 6.40 (a).(2).

範董事會何時必須發放股利，故此種規範方式下，董事會對是否發放股利享有相當廣泛的裁量權限。另一方面，董事執行其職務做出商業決策時，負有基於善意善盡其注意義務以及為公司謀求最大的利益¹⁴⁹等義務。

至於各州公司法中，德拉瓦州因其為多數美國公司登記所在地，故特別具有重要性。德拉瓦州公司法（Delaware Corporation Law）就股利分派亦有相類似的規定，因其基本採取董事會優位主義¹⁵⁰（director primacy），故賦予董事在不違反法律或公司章程的情況下，對股利分派享有完全的權限¹⁵¹。

第二項 股東會一般提案權

股東提案制度是現代公司治理中一項重要的機制，它為少數股東提供了一個正式的渠道，使其能夠在公司決策過程中發揮作用。這一制度的核心價值在於賦予小股東表達意見的機會，範圍涵蓋公司營運政策、董事人選甚至推動公益等廣泛議題，少數股東可以提出自己的議案，並在股東大會上尋求其他股東的支持。如果提案獲得足夠的贊同票，它就有可能轉化為公司必須執行的政策。這種機制實際上創造了一個由下而上的決策過程，為公司治理注入了更多民主元素。這一制度還具有間接監督公司經營者的功能。當股東能夠直接提出影響公司政策的議案時，公司管理層就必須更加謹慎地考慮股東的利益和意見。這種來自股東的潛在壓力，能夠在一定程度上約束管理層的行為，減少代理問題的發生。

機構投資人可善用股東提案制度以在公司治理上扮演更積極的角色，就此美國已制訂 SEC 規則 14a-8¹⁵²，賦予股東有權請求公司將其提案記載於公司之委託書參考資料中，從而確立股東提案權制度¹⁵³。

¹⁴⁹ Model Business Act § 8.30.(a).

¹⁵⁰ Delaware General Corporation Law § 141.(a).

¹⁵¹ Delaware General Corporation Law § 170.(a).

¹⁵² SEC, §240.14a-8 Shareholder Proposals, <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/rule-14a-8.pdf> (last visited May 18, 2024)。

¹⁵³ 林麗香（2006），〈股東提案權之法律問題研究〉，《法政學報》，20 期，頁 1-24。



第一款 提案股東的資格

關於股東提案權的行使，為防止提案權被輕易濫用，對提案股東的資格設有明確規定，主要規範在持股比例和持股時間，欲行使提案權的股東必須滿足以下條件之一，實質上或名義上持有該公司至少 1% 的有表決權證券，或是持有市值不低於 2000 美元的有表決權證券，且持股期限都必須達到或超過 3 年¹⁵⁴。

第二款 提案的期限與提案的字數

股東提案權的行使受到時間和內容的限制，擬在股東常會討論的提案必須在公司寄送委託書徵求資料日期的 120 天前¹⁵⁵送達，對於臨時會或延期常會的提案，則適用「合理期間」標準；內容方面，每位股東僅能提交一項提案，且提案及說明不得超過 500 字。平衡股東表達意見的權利與維持股東會效率¹⁵⁶。

第三款 提案的排除事由

SEC Rule 14a-8(i)明確規定了公司可以合法排除股東提案的例外情形。這些規定不僅是程序性的，更體現其對股東權利與公司自主權之間的平衡。以下簡要列示例外情形¹⁵⁷：

1. 股東所提議案違反公司當地規範者；
2. 公司若執行股東所提議案，將違反法律者；
3. 股東所提議案或其請求支持說明，違反委託書使用規則者；
4. 股東所提議案與其他股東無關；
5. 股東提案所涉及之事項，低於公司最近會計年度總資產 5%；亦低於最近會計年度淨利及總銷售額 5%，而且與公司重要業務經營無關者；

¹⁵⁴ 17 CFR §240.14a-8 Shareholder proposals (b).

¹⁵⁵ 17 CFR §240.14a-8 Shareholder proposals (e)(2).

¹⁵⁶ 17 CFR §240.14a-8 Shareholder proposals (d).

¹⁵⁷ 17 CFR §240.14a-8 Shareholder proposals (i)(1).



- 6.股東所提議案非公司能力所及者；
- 7.股東所提議案與公司日常事務經營有關者；
- 8.股東所提議案與公司董事選舉或其他類似事務有關者；
- 9.股東所提議案與公司在同一會議上所提之議案相衝突者；
- 10.股東所提議案為公司已執行之議案者；
- 11.股東所提議案與其他提案重複，而該其他議案已為公司接受者；
- 12.股東所提議案為最近五年內公司曾經刊載，提案若有曾提出於一次會議經表決後，所獲贊成票低於投票總額 5%者；曾提出於兩次會議經表決後，第二次所獲贊成票低於投票總額 15%者；曾提出於三次以上會議表決，而最後一次表決所獲贊成票低於投票總額 25%者，情形之一者，公司得於該提案最近提出三年內，拒絕刊載與該提案內容相同之提案；
- 13.股東所提議案涉及特定現金股利或股票股利之分配方案者¹⁵⁸。

其中第 13 款內容規定，公司可以拒絕將涉及分配特定金額的股東提案納入議程。這一規定有兩個主要考量，首先，股利發放傳統上屬於董事會的職權，董事會通常擁有更全面的財務信息和戰略視角；其次，這可以避免公司同時面對多個可能相互衝突的股利分配提案，特別是當多位股東提出不同金額的股利分派方案時，平衡股東參與權和公司運作效率，同時保護董事會在財務決策方面的專業自主權。值得注意的是，股東仍可就股利政策的一般原則提出建議，只是不能就具體金額做出提案¹⁵⁹。

第三項 股東會臨時動議

美國模範公司法對股東會召集通知的內容要求有明確規定，列舉了幾種特殊情況，要求必須在通知中明確說明會議目的。這些特殊情況包括：股東臨時會

¹⁵⁸ 17 CFR §240.14a-8 Shareholder proposals. (i)(13).

¹⁵⁹ 吳念真，前揭註 54，頁 54。

(§7.05(c))、變更公司章程 (§10.03(d))、公司合併 (§11.04)、重大資產處分 (§12.02)、公司解散 (§14.02)，以及董事與公司進行交易 (§8.61(b)和§8.63)等。法規對於股東會審議非日常經營事項的決議案設有特殊規範。這類事項因其重要性，通常需遵循更嚴格的決策程序。如果公司管理層計劃在股東會上提出這類非常規提案，而股東沒有其他渠道了解議案內容，則必須在開會通知中提供相關的參考資料¹⁶⁰。

上述法律規定雖然為公司運作提供了一定靈活性，但也帶來了潛在風險，此做法可能造成資訊不對稱，致使股東無法及時獲取會議相關資訊，這種情況可能損害決策過程的公平性和透明度，進而引發股東權益受損的爭議。這種情況與 SEC Rule 14a-8 所強調的資訊揭露保護投資人的原則相悖。為了避免這種爭議，絕大多數公司採取了預防性措施。為應對潛在風險，許多公司選擇在其章程或相關規範中納入事前通知條款¹⁶¹ (advance notification bylaw)，部分議案必須在規定的期限內事先通知公司。這種事前通知機制的作用不僅限於正式提案。這種做法體現了公司治理實踐中對於資訊透明度和會議效率的平衡考量。一方面，它確保了所有股東和公司管理層有充足時間了解和準備可能出現的議題，避免了突襲式提案可能帶來的混亂。另一方面，它也為公司提供了一種管理股東會議程的工具，有助於維持會議的秩序和效率。

股東可以在會議現場自由發表意見，提出臨時動議或議案修正，不受預定議程的限制。絕大多數公司在其章程中採用了事前通知條款，這一做法實質上改變了股東會的運作方式。根據這些條款，股東若要提出任何提案，包括董事提名，都必須在規定期限內事先通知公司。公司隨後會將這些提案向全體股東揭露。這種實踐大大減少了股東在會議現場提出臨時動議或修正案的可能性。事實上，在

¹⁶⁰ 張鵬元 (2014)，〈論通訊投票與臨時動議、議案修正之容許性〉，頁 30，國立政治大學法律學研究所碩士論文。

¹⁶¹ William Sjoström, *The Case Against Mandatory Annual Director Elections and Shareholders' Meetings*, 74 Tennessee Law Review 199, 222 (2006).

現代美國公司治理中，股東在會議現場提出新議案或修正的情況已經變得相當罕見。



第二節 與公司治理相關之國際標準

第一項 OECD 公司治理原則

公司治理其核心目標是確保企業經營者履行責任，同時保障股東權益並兼顧其他利害關係人的利益。一個良好的公司治理體系應當能夠促使董事會和管理層以最大化公司和全體股東利益的方式實現經營目標。這種治理機制的作用主要體現在三個方面，首先，為企業的日常管理運作提供指導；其次，建立有效的監督機制；最後，激勵企業更有效地利用資源，提高運營效率。通過這些功能，良好的公司治理能夠顯著提升企業的競爭力。公司治理不僅是一個企業內部管理的問題，更是關乎經濟效率和社會發展的重要議題。它在平衡各方利益、提高企業效能和促進社會進步方面扮演著關鍵角色¹⁶²。

經濟合作暨發展組織（Organisation for Economic Cooperation and Development, OECD）發布公司治理原則，係 112 年 OECD 與 G20 共同修訂及發布之公司治理共有六大原則¹⁶³，分別為：「確保有效公司治理架構之基礎；股東權益與公平對待以及主要所有權功能；機構投資人、證券市場及其他中介機構；資訊揭露及透明性；董事會責任；永續與韌性。」

OECD 並指出基本的股東權¹⁶⁴應包含以下各項內容：「保障所有權登記之方式；收購及移轉股份之權利；即時與定期獲得公司相關之重大資訊；出席股東常

¹⁶² 金管會證期局網站，〈公司治理簡介〉，

<https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=882&parentpath=0%2C8>，（最後瀏覽日：05/18/2024）。

¹⁶³ OECD, G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023,

https://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2023_ed750b30-en(last visited May 18, 2024)。

¹⁶⁴ G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023, II.A.

會與表決權；董監事之選任解任權；公司之股利分派權；選擇、委任或同意外部簽證會計師。」



OECD 112 年公司治理原則強調，股利分派權是股東的基本權利，不應被任意剝奪。原則上，除非法律、公司章程或股東大會決議等明確排除，股東應享有在公司決算後請求分配盈餘的權利。這一規定體現了對股東權益的保護，同時也為公司保留了調整分配政策的彈性，既強調了股利分派權的核心地位，又為其實際執行提供了靈活性¹⁶⁵。

針對機構投資人，OECD 公司治理原則要求¹⁶⁶：「機構投資人應揭露與其投資有關的公司治理與投票政策，包括決定使用表決權的相關程序；保管機構或代理人應按照受益人之指示進行投票，若未獲得特定指示則不得代客戶進行投票；機構投資人應揭露其投票項目所可能產生之重大利益衝突；股權研究代理機構、分析師、經紀商、評等機構及為投資人決策提供分析或建議的其他人員，應揭露可能損及其建議或分析公正性的利益衝突，並將該衝突控制於最低限度¹⁶⁷。」

第二項 ACGA 公司治理評鑑

亞洲公司治理協會（The Asian Corporate Governance Association, ACGA）成立於 1999 年，為一非營利的會員組織（目前計有 106 個會員，來自 18 個國家，其中 70% 為機構投資人），設立宗旨主要聚焦於與投資人、發行公司及主管機關合作提升亞洲公司治理。該協會自 90 年起每年舉辦年會，年會中並針對該年度亞洲資本市場之重要公司治理議題進行對談。

ACGA 自 92 年起與里昂證券展開合作，共同開展了一項重要的研究計劃。這項研究聚焦於亞洲地區 12 個主要市場的公司治理制度及其實際執行情況。研

¹⁶⁵ G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023, II.

¹⁶⁶ G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023, III.

¹⁶⁷ 呂煜仁，前揭註 129，頁 3。



究的成果體現為定期發布的公司治理評鑑報告，即 CG Watch。這份報告的目的是為投資者、公司以及監管機構提供有價值的參考信息和建議，以促進亞洲地區公司治理的持續改善。CG Watch 採用了一個全面而系統的評估框架。具體來說，它設立了七大評估構面，並在這些構面下細分出 108 個具體的指標問題。通過這些詳細的指標，CG Watch 能夠對亞洲 12 個市場的公司治理狀況進行深入、全面的比較和評估。這種評估方法不僅能夠呈現各市場在公司治理方面的整體表現，還能夠揭示具體領域的優勢和不足。這為各利益相關方提供了清晰的參考點，有助於他們制定更有針對性的改進策略。七大構面分別為：「政府與公共治理；監管機構；公司治理規範；上市公司；投資人；審計與審計監管機構；公民社會與媒體。」

ACGA 於 112 年 12 月 13 日公布了最新的亞洲公司治理評鑑結果。在這份涵蓋 12 個亞洲市場的評比中，臺灣的表現令人矚目，與新加坡並列第三位，僅次於澳洲和日本。相較於 109 年的評鑑，臺灣的排名上升了一位，充分展示了其公司治理領域的顯著進步。除了評比結果，ACGA 還就亞洲市場的公司治理提出了若干重要建議。這些建議涵蓋了多個關鍵領域，包括加強對關係人交易的管理、提升公司治理實務守則及機構投資人盡職治理守則的品質和相關性，以及改善董事及管理階層酬金資訊的揭露等。解決當前亞洲公司治理中的薄弱環節，並推動整體治理水平的提升。

與 OECD 不同的是，ACGA 指標問題中並未明確提及與股利分派有關之內容，作為其指標問題之評比項目。

第三節 小結



由上述比較研究可知，美國法在股利分派權限和股東提案方面的特點。首先，美國法律將股利分派的決定權主要賦予董事會，並不接受股東通過提案方式要求股利分派。這反映了美國公司治理中對董事會財務決策權的尊重。其次，關於其他議案，如臨時動議或修正案，雖然法律上並無明確限制，但實務操作呈現出不同的局面。通常情況下，任何議案都必須在股東會召開前的特定時間內提出，實務中這個期限通常是股東會開會日前六個月。這種做法實際上限制了在股東會進行過程中提出修正案或臨時動議的可能性。這種實務運作模式對股東會的進行方式產生了深遠影響。無論股東選擇親自出席表決還是通過通訊方式參與會議，他們都不太可能面臨需要應對突發的修正案或臨時動議的情況¹⁶⁸。

我國在股東會臨時動議的處理上，與美國法呈現出顯著差異。我國主管機關對此採取了更為開放的立場，明確表示臨時動議制度是股東的固有權利¹⁶⁹，不應受到限制，無論是公司章程還是公司自行制定的股東會議規則，都不得對股東提出臨時動議的權利加以限制。這一立場反映了我國公司法對股東權利的高度重視，特別是對股東在股東會上即時表達意見和提出建議的權利的保護。故於公司股東會之實務運作中，臨時動議可提案之範圍實質上並未明顯受限，有論者因此指出正因為此股東提案權之案例才會寥寥無幾¹⁷⁰。

另一方面，OECD 公司治理原則之內容固然明確說明股利分派權係屬股東之基本權利，但其並未規範股利分派權的權限歸屬，亦未明定股利發放金額對公司治理之影響以及應如何設計，僅敘明此權利內容不得任意剝奪。若公司單純僅為未發放股利，似乎無法將其理解為剝奪股東此基本權；ACGA 亦未明確提及

¹⁶⁸ 謝鳳嬌、呂岱芬（2005），〈美國股東會通訊行使議決權制度簡介〉，《證券暨期貨月刊》，23 卷 2 期，頁 14-22。

¹⁶⁹ 經濟部 87 年 1 月 23 日商字第 87202158 號函。

¹⁷⁰ 許雅華（2011），《股東提案權制度之理想、現實與改革——從臨時動議的實務觀察出發》，頁 99，國立中正大學法律學研究所碩士論文。

股利發放或盈餘分配與公司治理之關聯性，故本文認為比較法研究之結果似乎無法認為將盈餘分配之權限歸屬董事會或是股東會及公司是否發放盈餘與良好公司治理直接劃上等號。





第五章 我國股利分派制度與股東行動主義之省思

本章試圖揭示機構投資人在股利分派決策過程中所面臨的法律限制和實際挑戰，從機構投資人的視角出發，探討其在追求更高股利分派時可採取的策略性行動。首先聚焦於我國公司法修訂後對股利分派權限歸屬的最新規範，進行法理分析。其次，透過我國實務運作流程評估股東行動主義在此議題上的實際效果，特別需要關注的是，股東行動主義能否真正使機構投資人充分發揮其在盡職治理框架下被賦予的角色和責任。

第一節 股利分派權限之思考

股利分派權限的歸屬問題關乎我國公司治理中機關權限的分配，而公司法第 202 條是規範董事會與股東會權限劃分的核心條文。該條文在 90 年修法前規定公司業務除法律或章程規定應由股東會決議之事項外，均「得」由董事會決議，而 90 年修法將「得」改為「應」，一般咸認股東會因此從修法前的「萬能權限機關」轉成「權限受限機關」。換言之，股東會僅能決議其「法定專屬決議事項」以及「章定專屬決議事項」，其他事項則為董事會之職權，應交由董事會決議。若股東會就應決議事項以外做出決議，則無拘束董事會及公司的效力，董事會無遵循之義務¹⁷¹。

至於我國法上若干關於股利分派限制的規定，其立法目的係以保障債權人為主，不論是公司有虧損時不得發放盈餘或提存法定盈餘公積，或處罰違反規定的公司負責人，目的均在維持公司資本以保障債權人之權益。故我國法針對股利分派的設計，只規範了何時不得發放股利，並未規範何時必須發放股利，是否及何時發放股利解釋上為公司自治事項¹⁷²。至於股東是否得於股東會提案股利

¹⁷¹ 林國全，前揭註 17，頁 127-131。

¹⁷² 王志誠，前揭註 39，頁 26-27。

分派，依公司法第 172 條規範內容，若非股東會不得決議之事項，應均屬於得提案之範圍¹⁷³。

依我國公司法規範似將盈餘分派的最終決策權限劃歸給股東會¹⁷⁴，然盈餘分派仍需由董事會造表交監察人查核¹⁷⁵後提報股東會，董事會扮演的角色是否可以解釋為公司法其實有意賦予董事會一定的權限¹⁷⁶？股利分派議案是專屬於股東會或董事會的權限，或是兩者共享？由於我國公司法上並未明文規範股東會不得決議的事項，故本文將先從股東會與董事會的權限劃分來探討。

第一項 股東會權限說

根據現行法律架構，盈餘分派應被歸類為股東會之「法定專屬決議事項」，其決策權專屬於股東會。此論點的法理基礎源於公司法第 184 條的明確規定，該條款直接確立了股利分派決定權歸屬於股東會的法律地位。深入分析「權限」的內涵，我們可以發現，立法者賦予股東會的並非僅是形式上的同意權或否決權，而是對股利分派實質內容的全面決定權¹⁷⁷。這包括了決定股利分派方式、比例等核心要素的實體決策權力。此種解釋不僅符合立法原意，更彰顯了股東會作為公司最高意思機關的法律地位。

修正後公司法允許公司通過公司章程授權，董事會可以特別決議方式決定現金股利的發放，僅需事後向股東會報告，無需事前取得股東會同意。這一修正顯著改變了傳統的公司治理架構和決策流程。然而，經濟部對此條文的解釋進一步擴大了董事會的權限。根據經濟部的見解，一旦公司章程依本條規定授權董事會，分派現金股利的權限即轉為董事會的專屬職權，在此情況下股東會不再具有

¹⁷³ 曾宛如，前揭註 63，頁 32。

¹⁷⁴ 公司法第 184 條。

¹⁷⁵ 公司法第 228 條。

¹⁷⁶ 公司法第 230 條。

¹⁷⁷ 劉連煜，前揭註 53，頁 660。



相關決策權。值得注意的是，現行條文中「得以章程授權董事會」的表述與經濟部解釋中「董事會即取得公司現金股利分派之專屬權」之間存在實質差異。而經濟部的解釋則將此權限定性為董事會的專屬權力。這種差異不僅涉及法律適用的技術問題，更關乎公司治理中權力分配的根本問題。從法理上看，經濟部的解釋可能超出了立法原意，因為它限制了股東會原本享有的權力¹⁷⁸。

第二項 董事會權限說

美國法系無疑是採取董事會中心原則與董事會優位主義的典範。在美國法下，包括股利分派等與股東利益密切相關的事務，原則上均由董事會決定。這一立場在德拉瓦州公司法第 141(a)條中得到明確體現，該條規定公司業務及事務應由董事會決定¹⁷⁹。模範公司法第 8.01(b)條亦採類似立場，規定除另有約定外，所有公司權限應由董事會行使¹⁸⁰。

在考量董事會與股東會間的權限劃分時，不應僅以是否為章定或法定專屬股東會權限為唯一標準。更重要的是考慮決議事項的性質。如果該事項與公司一般業務密切相關，或具有高度專業性，需要董事會做出即時的商業判斷，則更適合由董事會決定。此外，權限劃分還需考慮營運的彈性與成本因素。鑒於股東會的召集耗時費力且成本高昂，對於需要快速決策的瞬息萬變的商業事務，本質上就不適合由股東會處理¹⁸¹。這種權限劃分的理念反映了現代公司法對效率和專業性的追求，同時也引發了如何在股東權益保護與公司經營效率之間取得平衡的思考。

在現代公司治理結構中，經營權與所有權的分離已成為普遍現象。股東通常不直接參與公司的日常經營，實際負責公司營運的是董事會。在這種背景下，股

¹⁷⁸ 劉連煜，前揭註 53，頁 660。

¹⁷⁹ 前揭註 150。

¹⁸⁰ Model Business Act § 8.01(b).

¹⁸¹ 方嘉麟，前揭註 61，頁 422。



利分派的決策涉及諸多複雜因素，包括公司未來營運規劃、財務預算等專業考量。決定公司內部應保留多少資金用於未來營運，實質上是一項重要的經營決策，需要專業知識和對公司內部情況的深入了解。考慮到股利分派與公司內部資金保留的密切關係，可以論證這一決策權更適合由負責公司經營的董事會行使¹⁸²。董事會作為公司的核心決策機構，通常具備做出此類判斷所需的專業能力和信息優勢。亦有論者認為應參照美國法的做法，將股利分派的決定權直接賦予董事會，無需再經由股東會決議，可能更有利於確保決策的專業性。這種做法不僅可能提高決策效率，還可能在一定程度上防止大股東通過操縱股東會權限做出損害少數股東利益的決議¹⁸³。

第三項 共享權限說

公司法對董事會與股東會權限的劃分並非簡單的二元對立模式。有學者提出了更為細緻的權限分配理論，指出除了專屬於董事會或股東會的權限外，還存在一種「共享權限」的概念¹⁸⁴。這種共享權限要求董事會與股東會共同參與決策過程，缺一不可。公司法中相關規範¹⁸⁵體現了這種共享權限的設計，通常具有高度的複雜性和專業性，涉及深入的商業考量。因此，法律設計要求董事會首先進行專業評估和提案，作為股東會行使決議權的前提條件。這種制度設計的理念在於充分利用董事會的專業優勢，確保決策的質量和合理性。董事會的提案權在此扮演了關鍵角色，它不僅是程序性要求，更是實質性的把關機制。因此，若股東會未經董事會提案就自行決議通過相關事項，從法律效力的角度來看，董事會可以不受該決議的約束。

¹⁸² 類似見解者，方嘉麟，前揭註 61，頁 422。

¹⁸³ 類似見解者，鄧曉恩，前揭註 47，頁 31。

¹⁸⁴ 王文字，前揭註 60，頁 377。

¹⁸⁵ 公司法第 185 條、第 316 條及第 317 條等

公司法對盈餘分派程序做出了明確規定，層層把關的設計反映了立法者對的謹慎態度。基於這一法定程序，亦有學者認為股東會對盈餘分派的權限實際上受到了實質性的限制。根據這一觀點，股東會在盈餘分派過程中的主要職能是對董事會提出的方案進行承認與否的判斷，而非對分派內容進行實質性修改，儘管股東會是公司的最高意思機關，但在盈餘分派這一特定事項上，其權限範圍應限於對董事會提案的同意或否決，這種權限劃分被視為一種「共享權限」的體現¹⁸⁶。

董事會因被賦予執行公司業務的主要權限¹⁸⁷，在公司治理結構佔有核心地位。這一規定建立了一個重要原則：除非法律或公司章程明文要求特定事項必須經股東會決議，否則董事會擁有對非專屬股東會決議事項的決定權。這一制度設計反映了現代公司治理中對權責分明和專業管理的追求。然而，股東會作為公司的最高意思機關，其決議權的範圍不應被過於狹隘地理解。即使對於非專屬於股東會的事項，股東會仍然保有作出合法、有效決議的潛在權力。這一觀點體現了公司法對股東權益的根本保護。但是，為了維護公司治理的穩定性和董事會職權的完整性，對於股東會就非專屬事項所作決議的法律效力，需要採取限縮解釋。這類決議通常應被視為具有建議性質，而非強制約束力¹⁸⁸。

第二節 股東行動主義之省思

隨著我國公司法於 107 年的修正及當前實務運作的發展，機構投資人在實施股東行動主義，特別是在要求公司提高股利分派方面，已有多種可行的策略選擇。首先，機構投資人可以致力於防止公司章程授權董事會決定股利分派，通過維持股東會在股利分派決策中的核心地位，機構投資人可以確保其在這一關鍵

¹⁸⁶ 王文字（2006），〈股東會與董事會共享之權利〉，《月旦法學教室》，44 期，頁 24-25。

¹⁸⁷ 公司法第 202 條。

¹⁸⁸ 邵慶平（2008），〈股東會權限與股東提案權〉，《月旦法學教室》，63 期，頁 24-25。

財務決策中的發言權。其次，機構投資人可以運用股東提案權，直接就股利分派事項提出具體方案。



這一機制使得股東能夠主動參與公司的重大決策，而非僅被動接受董事會的提議。再者，於股東會中提出臨時動議要求分派股利，也是機構投資人可以採取的策略之一。本節將進一步深入探討這些策略的具體操作方式、法律依據及其可能面臨的挑戰，以期為理解和評估機構投資人在公司治理中的角色提供更全面的視角。

第一項 公司章程授權股利分派

本文所分析的可成公司案例中，外資股東運用股東提案權，提議修正公司章程，將現金股利分派的決策程序由董事會決議改回股東會決議。這一行動反映了機構投資人對參與公司重大財務決策的積極態度。從這一案例可以推斷，該外資股東作為機構投資人，其主要訴求在於確保在股東會討論股利分派案時能夠直接表達其立場，無論是支持還是反對。這種訴求體現了機構投資人對公司治理參與度的重視，他們希望保留在關鍵財務決策中的發言權和影響力，而非將這一權力完全授予董事會。機構投資人越來越重視其在公司決策中的主動參與。通過保留股東會對股利分派的決策權，機構投資人可以更直接地影響公司的財務政策，這不僅有利於保護其自身利益，也可能對公司的長期發展產生積極影響。

根據本文對機構投資人股利分派投票政策的統計，我們可以觀察到機構投資人在這一議題上的立場正在逐漸明確化和細緻化。以 112 年機構投資人盡職治理資訊揭露較佳名單中的國泰證券投資信託股份有限公司為例，其投票政策明確提到「對於修改章程，關注該提案是否授權董事會全權決定現金股利分派」。雖然該政策並未明確表態支持或反對此類授權，但這一表述已經反映出機構投資人開始將此議題納入其投票考量的重要因素之一。機構投資人不再僅僅原則

性地支持股利分派案，而是開始更深入地關注股利分派決策權的歸屬問題，體現機構投資人在公司治理參與中角色的演進，從被動接受到主動關注公司治理結構的核心問題。



另一方面，以投票顧問機構 Glass Lewis 113 年台灣投票政策為例，其政策明確指出「董事會是最有能力決定公司是否有足夠的資源來分派股利」。儘管該政策並未直接表態是否支持公司章程授權董事會決定股利分派，但從這一表述可以推測，Glass Lewis 可能傾向於支持賦予董事會更大決策權的相關議案。這兩個案例反映了當前公司治理實踐中的一個重要趨勢：機構投資人和投票顧問機構在股利分派決策權歸屬問題上的立場正在逐步明確化。這種趨勢可能會對未來公司的章程設計和股利政策產生深遠影響。

第二項 股東提案股利分派

股利分派是公司財務決策中的重要環節，其複雜性體現在分派來源和分派方式的多樣性上。從分派來源來看，股利可分為盈餘分派股利和公積分派股利兩大類。而從分派方式來看，又可區分為現金股利和股票股利，現行法律制度對不同類型的股利分派案採取了差異化的處理方式。

本文分析的潤泰全公司案凸顯了公司法在處理不同類型股利分派時面臨的複雜性和挑戰。在該案中，勞退基金提出了以公積分派現金股利的提案。這一提案的背景是潤泰全公司當年度已無盈餘可供分派，這使得法定盈餘公積配息成為了另一個選擇。從權限來看，法定盈餘公積配息似乎應當被視為股東會的「法定專屬決議事項」，這與需要董事會提出並由股東會承認的盈餘分派案有本質區別。觀察潤泰全公司過去年度股利發放金額，潤泰全公司於 104 年為滿足股東期待，已增發法定盈餘公積之現金股利，若 105 年法定盈餘公積配息的議案可由潤泰全公司董事會先行審議，雖可能會得出同樣的結果，可此為潤泰全公司董

事會依公司需求採取之最佳行動，而非直接由股東會決議。這突出了現行制度可能存在的局限性，即在特殊財務狀況下，股東權益可能受到限制。然而，潤泰全公司仍需將此議案列為股東會的討論案，允許在股東會上討論法定盈餘公積配息議案，而非先由董事會決議。

本文第二章第三節整理我國股東提案權行使現況，有關股利分派提案內容幾乎皆為盈餘分派股利之類型，現金股利或股票股利皆有列入議案，惟列入議案者皆未重新經董事會討論，而是直接以承認案或是討論案之方式列為股東會議案，股東會流程則是先決議董事會提報承認案後，再依承認案或是討論案內容決議此一股東提案。本文認為股利分派權限的合理劃分應當遵循「共享權限」原則，無論是盈餘配息還是公積配息，都應該被納入股利分派的整體範疇中考慮，即使是公積配息，也應該經過董事會的初步評估和提議，然後由股東會做出最終決定；股東提案者則應重新經董事會討論通過後方能提報至股東會，這種做法可以確保公司的財務決策既考慮到專業管理的需要，又充分尊重股東的意願。

第三項 臨時動議提案股利分派

在所有類型的股利分派案中，僅有現金股利的分派案被允許以臨時動議的形式在股東會上提出討論¹⁸⁹，這一設計可能考慮到現金股利對公司流動性的即時影響較小，決策相對簡單。相比之下，對於盈餘配息中的股票股利，以及公積配息中的股票股利和現金股利，採取了更為謹慎的態度，均不得以臨時動議的形式在股東會上提出討論。這種差異化處理反映了立法者對不同類型股利分派的風險評估。股票股利涉及公司股本結構的變動，影響更為深遠，需要更審慎的決策過程。同樣，公積配息，無論是現金還是股票形式，都涉及公司長期積累資金的使用，同樣需要更嚴格的決策程序。

¹⁸⁹ 公司法第 172 條第 5 項及證券交易法第 26-1 條。



本文前述提及的鴻海公司案，於股東會上以修正議案內容或臨時動議方式討論並修正現金股利分派案，凸顯了現行制度可能存在的問題。這種做法可能導致對其他股東的突襲效果，有違公司治理的公平性和透明度原則。基於此，本文認為不應特別放寬僅針對現金股利允許以臨時動議方式在股東會提出討論。相反，應當採取更為審慎和全面的立場，確保所有股東能夠充分了解並準備應對可能影響其權益的重大財務決策。

更進一步，基於「共享權限」的原則，即使股東以臨時動議案方式提出現金股利分派案，仍應遵循一定的程序。具體而言，這類提案仍應先經董事會審議通過後，再提報股東會討論。這一程序設計反映了對董事會專業判斷的尊重，同時也確保了決策的謹慎性。因此，本文建議修正相關法規，明確規定股利分派議案的修正程序，任何對股利分派案的修正都應當首先經過董事會的審議和通過，然後再提交股東會討論，而非直接在股東會上以修正議案的方式通過。

第三節 小結

本章探討了盈餘分派權限歸屬問題的複雜性，反映了學界和實務界對此議題存在多元觀點。這種分歧主要源於對公司法規範之「承認權」與「決議權」之間本質差異的不同理解。深入分析公司法的規範體系，本文認為，在盈餘分派問題上，應採取共享權限說。這一立場基於以下考慮：首先，公司法對盈餘分派程序的設計體現了一種權力制衡和專業分工的理念；其次，「承認權」與一般「決議權」在法律性質和實際操作上確實存在差異¹⁹⁰。根據共享權限說，盈餘分派的決策過程應被理解為董事會和股東會共同參與的機制。具體而言，董事會負有提出盈餘分派方案的主動責任，這一職能體現了對其專業判斷的尊重。而股東會則

¹⁹⁰ 王文字，前揭註 60，頁 377。

享有對董事會提案進行承認的權利，這種「被動承認」的權利本質上是一種「共享權利」。



本章接著探討了機構投資人對股利分派議題的立場，大多數機構投資人尚未在其投票政策中明確規定對股利分派或配息率的具體要求，亦未就公司章程授權董事會進行股利分派表明支持或反對的立場。然而，鑒於機構投資人影響力的與日俱增，未來有必要持續關注其在此議題上的態度演變及可能採取的行動。在現行公司法未就權限歸屬做出修正的情況下，機構投資人是否支持或反對通過公司章程授權董事會進行股利分派，以及他們是否會制定更為明確的投票政策，值得進一步研究。本章討論實務案例可行策略的存在，為機構投資人提供了多元化的參與途徑，使其能夠更有效地影響公司的股利政策。然而，這些策略的實際效果還取決於諸多因素，如公司的股權結構、公司治理文化、以及機構投資人自身的影響力等。因此，在實踐中如何選擇和運用這些策略，需要機構投資人根據具體情況作出審慎判斷。

第六章 結論



股東行動主義體現了現代公司法中股東權利的實際運作。此概念主要指股東，尤其是機構投資人運用其法定權利與經濟實力對其所投資的公司施加影響。股東的訴求可能涉及財務面向，如要求增加股利分配；也可能涉及非財務面向，如提名董監事候選人。試圖通過集結分散股東的力量，來平衡公司內部權力結構，特別是制衡可能由少數人主導的董事會¹⁹¹，機構投資人對被投資公司的積極參與，通過有效的溝通機制和監督手段，實質上體現了現代公司法中股東權利的具體實踐，若能進一步吸引更多積極型機構投資人進入市場，可以在現有規範下形成一種良性的「有序競爭¹⁹²」局面，避免演變為損害公司或其他股東利益的惡性競爭，實現所有投資人利益的最大化。

本文第二章整理了我國股東行動主義中，股東採取不同方式行使股東股利分派請求權的三個案例，分別是外資機構投資人行提案修改公司章程授權股利分配的可成公司、一般投資人要求臨時動議或修改原股利分配議案的鴻海公司以及政府基金採股東提案權要求法定盈餘公積配息的潤泰全公司；接著探討我國公司法有關股利分配之相關規範，並比較公司法 107 年修法前後之重大差異，放寬股利分配次數及授權單位，加上經濟部函釋說明，公司章程已授權董事會決議分派現金股利者，董事會即取得其專屬權，可以發現相關規範已逐漸朝董事會優位主義邁進；本章最後整理了最近三年度我國股利分派請求權的行使現況，就提案數量、提案股東及列入情形進行了整理並分析。

本文第三章從理論層面探討機構投資人對公司治理之影響。首先，於機構投資人的分類上，不同股權結構中的機構投資人角色亦有不同；接著探討我國法制

¹⁹¹ 駱秉寬（05/03/2018），〈禿鷹或天使？股東行動主義在公司法的落實〉，《工商時報》，<https://www.ctee.com.tw/news/20180503700001-431305>（最後瀏覽日：05/18/2024）。

¹⁹² 駱秉寬（11/10/2022），〈如何將股東行動主義融入現有規範？〉，《工商時報》，<https://www.ctee.com.tw/news/20221110700928-431303>（最後瀏覽日：05/18/2024）。



對於機構投資人參與公司治理之相關規範，以 112 年機構投資人盡職治理資訊揭露較佳名單及投票顧問機構為基礎，整理其與股利分派相關之投票政策；並說明我國法之轉投資限制與強制分散持股之規定如何限制機構投資人發揮股東行動主義；本章並回顧機構投資人參與公司治理的優勢及挑戰，包括機構投資人在被投資公司的持股比例通常較高、規模較大且較具專業性，但機構投資人亦可能有短期主義、利益衝突及產生經濟利益與表決權行使權力分離之空洞投票問題等問題，故實務運作上可能呈現消極主義，進而提出我國機構投資人參與公司治理可能會面臨的問題。

本文第四章首先比較美國公司法之規範，指出美國法對於股利分派權限的分配和我國不同，原則上決定權限屬於董事會；此外關於臨時動議，美國實務為避免造成突襲股東之結果，進一步限縮臨時動議的提案內容，以避免對「股東之資訊權」保障不周；本章亦比較 OECD 公司治理原則與 ACGA 公司治理評鑑之規範內容，發現股利分派固屬股東之基本權利，但相關國際標準並未規範股利分派權的權限歸屬，僅敘明此權利內容不得任意剝奪，故似乎無法將股利分配之權限歸屬或是否發放股利與公司治理劃上等號。

本文第五章基於上述研究，嘗試提出並思考兩個問題：首先，本文認為股利分派權限的合理劃分應當遵循「共享權限」原則，無論是盈餘配息還是公積配息均應納入股利分派的範疇。具體而言，股利分派議案應由董事會提出，再交由股東會承認，而本文主張這一程序應確實適用於股東提案權與臨時動議提案等情形；第二，機構投資人對於股利分派政策、支持或反對公司章程授權股利分派之態度，本文整理機構投資人三個實例，並比較其投票政策差異內容，機構投資人影響力雖日漸增加，在目前公司法規範及共享權限之前提下，機構投資人仍無法輕易透過股東提案權與臨時動議提案影響股利分派決策。



本文認為股東行動主義的核心目標在於塑造一個有利於股東參與公司治理的法律環境，並建立健全的制度框架，強化股東會的功能，以確保股東能夠充分行使其法定權利¹⁹³，如表決權及提案權等。本文固然囿於篇幅與能力，而仍有未臻完善之處，然而隨著機構投資人於公司治理的重要性提升，期能透過本文增進我國對於機構投資人參與公司治理之討論，以達成提升我國公司治理之目標。

¹⁹³ 林喆睿（2020），〈由股東行動主義探討公司法第一七三條之一的「股東會召集權」〉，《國立中正大學法學集刊》，66期，頁183。

參考文獻



一、中文文獻

(一) 專書

王文字 (2022),《公司治理與法令遵循》,初版,元照。

王文字 (2022),《公司法論》,七版,元照。

李華麟、鄭佳綾 (2014),《公司的品格:22 個案例,了解公司治理和上市櫃公司的財務陷阱》,初版,先覺。

傑夫·葛蘭姆 (著),陳昌儀 (譯) (2018),《大股東寫給經營者的 8 封信 巴菲特、葛拉罕與維權投資人如何影響近代企業的思想與行動?》,初版,大寫。

劉連煜 (2022),《現代公司法》,17 版,新學林。

(二) 書之篇章

方嘉麟 (2005),〈會計表冊承認制度之研究兼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 399-425。

張心悌 (2005),〈股東提案權之省思—兼以代理成本與 Arrow 定理觀察〉,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 279-308。

(三) 期刊論文

方元沂 (2015),〈從美國股東會電子投票制度論我國股東會電子投票制度之發展〉,《政大法學評論》,143 期,頁 303-372。

王文字 (2006),〈股東會與董事會共享之權利〉,《月旦法學教室》,44 期,頁 24-25。

王志誠 (2006),〈股東之盈餘分派請求權〉,《月旦法學教室》,41 期,頁 26-27。

王志誠 (2006),〈股東之提案權〉,《月旦法學教室》,48 期,頁 26-27。

王志誠 (2010),〈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○○○號判決之評釋〉,《月旦法學雜誌》,185 期,頁 210-224。

王育慧 (2007),〈機構投資人股東權之行使—以公司治理為中心〉,《政大法學評論》,97 期,頁 137-210。

- 曲華葳、吳宓穎 (2019),〈從企業社會責任邁向責任投資：我國資本市場的機會與挑戰〉,《集保雙月刊》,247 期,頁 16-34。
- 呂煜仁 (2022),〈美國機構投資人投票意向揭露制度簡介〉,《司法周刊》,2127 期,頁 3。
- 李懿洋 (2016),〈從薪酬監督外部治理看機構投資人之盡責管理〉,《會計師季刊》,268 期,頁 67-74。
- 巫慧燕 (2021),《我國資產管理業者落實盡職治理之研究》,資產管理人才培育與產業發展基金委託專題研究,財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會,頁 1-166。
- 林國全 (2005),〈董事會違法拒絕股東提案〉,《台灣本土法學雜誌》,73 期,頁 127-131。
- 林國彬 (2013),〈股東提案權之行使與權利保障之研究—臺灣與美國法制之比較〉,《臺北大學法學論叢》,86 期,頁 185-238。
- 林喆睿 (2020),〈由股東行動主義探討公司法第一七三條之一的「股東會召集權」〉,《國立中正大學法學集刊》,66 期,頁 181-234。
- 林麗香 (2006),〈股東提案權之法律問題研究〉,《法政學報》,20 期,頁 1-24。
- 邵慶平 (2006),〈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 139-183。
- 邵慶平 (2008),〈股東會權限與股東提案權〉,《月旦法學教室》,63 期,頁 24-25。
- 邵慶平 (2022),〈公司經營權爭奪與保險業規範—析論一〇三年修正保險法第 146 條之 1 第 3 項規定〉,《政大法學評論》,170 期,頁 205-257。
- 馬黛、詹傑仲、胡德中 (2002),〈政府干預股市的理論與實證分析：台灣股市的護盤實例〉,《財務金融學刊》,10 卷 3 期,頁 107-145。
- 郭大維 (2023),〈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。
- 陳彥良 (2005),〈盈餘分配請求權與股利政策相關問題之研析—公司治理面向之檢討〉,《證券暨期貨月刊》,23 卷 12 期,頁 26-39。
- 陳彥良 (2012),〈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 (2021),〈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），〈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。

曾宛如（2010），〈股東會與公司治理〉，《國立臺灣大學法學論叢》，39 卷 3 期，頁 109-166。

曾宛如（2011），〈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、黃銘傑（2015），〈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委託研究，頁 1-249。

黃朝琮（2021），〈股東會投票顧問機構之運作與規範〉，《臺北大學法學論叢》，118 期，頁 177-263。

楊岳平（2018），〈評析公司法修正對股東行動主義的影響〉，《裁判時報》，76 期，頁 63-71。

楊岳平（2020），〈公開發行公司之公司治理、機構投資人與股東行動主義〉，《臺灣財經法學論叢》，2 卷 1 期，頁 385-430。

劉連煜（1994），〈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 411-421。

劉連煜（2023），〈股東提案修正公司章程的提案件數認定問題〉，《月旦法學教室》，250 期，頁 26-30。

鄧學修（2008），〈美國退休基金機構參與公司治理之探討〉，《經濟研究》，8 期，頁 273-297。

謝鳳嬌、呂岱芬（2005），〈美國股東會通訊行使議決權制度簡介〉，《證券暨期貨月刊》，23 卷 2 期，頁 14-22。

簡立忠（2021），〈機構投資人盡職治理揭露建議與評比機制〉，《會計研究月刊》，433 期，頁 83-87。

簡立忠（2023），〈機構投資人盡職治理實務與揭露持續進展〉，《證券服務》，694 期，頁 4-8。

（四）學位論文

文懿（2021），〈機構投資人盡職治理踐行實效之研究－以我國政府四大基金為中心〉，國立臺灣大學事業經營法務碩士在職學位學程碩士論文（未出版），台北市。

吳念真（2020），〈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（未出版），台北市。

林其叡 (2023),《論機構投資人與公司治理—以表決權行使為中心》,國立臺灣大學法律學系碩士論文(未出版),台北市。

孫大崑 (2023),《空洞投票與公司治理》,國立臺灣大學法律學系碩士論文(未出版),台北市。

張景儒 (2022),《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(未出版),台北市。

張鵬元 (2014),《論通訊投票與臨時動議、議案修正之容許性》,國立政治大學法律學研究所碩士論文(未出版),台北市。

許雅華 (2011),《股東提案權制度之理想、現實與改革—從臨時動議的實務觀察出發》,國立中正大學法律學研究所碩士論文(未出版),嘉義縣。

廖翊婷 (2020),《初探機構投資人之盡職治理—以與受託人義務之調和為中心》,國立臺灣大學法律學研究所碩士論文(未出版),台北市。

鄧曉恩 (2013),《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(未出版),台北市。

(五) 網路資料

工商時報 (03/28/2024),〈開發金恢復發股利,現金為主〉,

<https://www.ctee.com.tw/news/20240328700159-439901>, (最後瀏覽日: 5/18/2024)。

工商時報 (04/13/2023),〈外資股東發起「股東行動主義」可成反擊〉,

<https://www.ctee.com.tw/news/20230413700192-430298>, (最後瀏覽日: 5/18/2024)。

工商時報 (04/27/2023),〈股利政策提案遭排除 可成外資股東籲金管會查〉,

<https://www.chinatimes.com/newspapers/20230427000147-260202?chdtv>, (最後瀏覽日: 5/18/2024)。

中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會,〈機構投資人盡職治理專區〉,

<https://www.sitca.org.tw/ROC/StewardShip/main.aspx>, (最後瀏覽日: 05/18/2024)。

中華民國產物保險商業同業公會,〈機構投資人專區〉,

https://www.lia-roc.org.tw/list_article?article_content=512, (最後瀏覽日: 05/18/2024)。

中華民國產物保險商業同業公會，〈機構投資人盡職治理專區〉，

https://www.nlia.org.tw/information_area/investors_line/%E6%A9%9F%E6%A7%8B%E6%8A%95%E8%B3%87%E4%BA%BA%E7%9B%A1%E8%81%B7%E6%B2%BB%E7%90%86%E5%B0%88%E5%8D%80/，(最後瀏覽日：05/18/2024)。

中華民國銀行商業同業公會全國聯合會，〈機構投資人盡職治理專區〉，

<https://www.ba.org.tw/PublicInformation/BusinessDetail/51?AspxAutoDetectCookieSupport=1>，(最後瀏覽日：05/18/2024)。

中華民國證券商業同業公會，〈機構投資人盡職治理專區〉，

https://www.twsa.org.tw/TWSA_SP/index.html，(最後瀏覽日：05/18/2024)。

中華獨立董事協會網站，〈觀念平台－股東行動主義的崛起與挑戰〉

<https://tidatw.org/2019/08/30/%E8%A7%80%E5%BF%B5%E5%B9%B3%E5%8F%B0%EF%BC%8D%E8%82%A1%E6%9D%B1%E8%A1%8C%E5%8B%95%E4%B8%BB%E7%BE%A9%E7%9A%84%E5%B4%9B%E8%B5%B7%E8%88%87%E6%8C%91%E6%88%B0/>，(最後瀏覽日：5/18/2024)。

可成公司連署網站，<https://www.makecatcherright.com/>，(最後瀏覽日：5/18/2024)。

可成公司網站，〈2023 年 7 月 19 日聲明稿〉，

https://www.catcher-group.com/tw/company_news_more.aspx?KindID=1&ID=299
(最後瀏覽日：06/22/2024)。

自由時報 (05/16/2018)，〈加發股利遭駁回 鴻海 50 萬小股東空歡喜〉，

<https://ec.ltn.com.tw/article/paper/697700>，(最後瀏覽日：5/18/2024)。

自由財經 (05/20/2024)，〈可成外資股東提案 獲 2 外資投票顧問機構支持〉，

<https://ec.ltn.com.tw/article/breakingnews/4678483> (最後瀏覽日：06/23/2024)。

呂俊儀(03/31/2022)，〈賺 8 元股利卻掛零 浩鼎害尹衍樑的潤泰全配不出股利？〉，

《信傳媒》，<https://www.cmmedia.com.tw/home/articles/3271> (最後瀏覽日：6/22/2024)。

呂淑美 (05/03/2017)，〈編輯室報告－別再忽視股東提案權〉，《工商時報》，

<https://www.chinatimes.com/newspapers/20170503000074-260511?chdtv>，(最後瀏覽日：5/18/2024)。

林志洋 (05/27/2024)，〈丞相，起風了！方興未艾的「股東行動主義」 我國首例外資可成股東提案 30 日投票表決〉，《CTWANT》，

https://www.ctwant.com/article/339579?utm_source=yahoo&utm_medium=rss&utm_campaign=339579 (最後瀏覽日：05/18/2024)。

林文義、洪綾襄 (05/16/2018),〈電子投票引爆股權爭奪革命〉,《財訊》,
<https://www.wealth.com.tw/articles/flcab1af-a316-459d-ab46-2969d7a96f1d>, (最後瀏覽日: 5/18/2024)。

林筠騏 (07/08/2021),〈保險資金無「法」監管被投資公司 保險業之為與難為?〉,
《理財周刊》,
<https://www.moneyweekly.com.tw/Magazine/Info/%E7%90%86%E8%B2%A1%E5%91%A8%E5%88%8A/72036>, (最後瀏覽日: 5/18/2024)。

金管會新聞稿,〈金管會發布「上市櫃公司永續發展行動方案(2023年)」〉
https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202303280001&dtable=News, (最後瀏覽日: 5/18/2024)。

金管會證期局網站,〈公司治理簡介〉,
<https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=882&parentpath=0%2C8>, (最後瀏覽日: 5/18/2024)。

郭書言 (03/14/2023),〈資本公積是什麼?公積配股的公司值得投資嗎?資本公積轉增資是好是壞?〉,《股感知識庫》,
<https://www.stockfeel.com.tw/%E8%B3%87%E6%9C%AC%E5%85%AC%E7%A9%8D/>
(最後瀏覽日: 06/23/2024)。

黃朝琮 (01/28/2021),〈公司治理藍圖 3.0: 投票顧問機構〉,《月旦會計財稅網》,
<https://www.angle.com.tw/accounting/cross/post.aspx?ipost=4964> (最後瀏覽日: 06/29/2024)。

張靜文 (03/18/2022),〈《長榮、國巨大跌》大老闆的金錢遊戲 到底「現金減資」、「現金股利」差別在哪裡〉,《信傳媒》,
<https://www.cmmedia.com.tw/home/articles/32837>, (最後瀏覽日: 5/18/2024)。

勞動部勞動基金局網站,〈社會責任投資〉,
<https://www.blf.gov.tw/49200/49201/49221/49231/49237/61548/>, (最後瀏覽日: 5/18/2024)。

經濟日報 (03/05/2024),〈台新金法說會／總座林維俊: 今年股利政策會相當有競爭力〉, <https://money.udn.com/money/story/5613/7810243>, (最後瀏覽日: 5/18/2024)。

經濟日報 (03/20/2024),〈華南金法說會／法人估總股利探 1.2 元 飆近八年新高〉,
<https://money.udn.com/money/story/5618/7845100>, (最後瀏覽日: 5/18/2024)。

經濟日報（03/29/2023），〈可成條款來了 推動機構投資人掀團議合〉，
<https://money.udn.com/money/story/5613/7063040>，（最後瀏覽日：5/18/2024）。

葉佳華（05/27/2022），〈「阿土伯加碼秀」成絕響 公司法修法剝奪少數股東現金股利提案權〉，《信傳媒》，
<https://www.cmmedia.com.tw/home/articles/34099>，（最後瀏覽日：5/18/2024）。

葉憶如（08/15/2023），〈史上外資提案遭不理 金管會罰可成負責人 24 萬元〉，《yahoo! 股市》，
<https://tw.stock.yahoo.com/news/%E5%8F%B2%E4%B8%8A%E5%A4%96%E8%B3%87%E6%8F%90%E6%A1%88%E9%81%AD%E4%B8%8D%E7%90%86%E9%87%91%E7%AE%A1%E6%9C%83%E7%BD%B0%E5%8F%AF%E6%88%90%E8%B2%A0%E8%B2%AC%E4%BA%BA24%E8%90%AC%E5%85%83-102141412.html>，（最後瀏覽日：5/18/2024）。

臺灣證券交易所公司治理中心新聞稿，〈證交所發布「機構投資人盡職治理守則」〉，
<https://cgc.twse.com.tw/pressReleases/promoteNewsArticleCh/1206>，（最後瀏覽日：5/18/2024）。

公開資訊觀測站，〈股東行使提案權情形彙總表〉，
<https://mops.twse.com.tw/mops/web/t144sb09>，（最後瀏覽日：5/18/2024）。

駱秉寬（05/03/2018），〈禿鷹或天使？股東行動主義在公司法的落實〉，《工商時報》，
<https://www.ctee.com.tw/news/20180503700001-431305>，（最後瀏覽日：5/18/2024）。

駱秉寬（11/10/2022），〈如何將股東行動主義融入現有規範？〉，《工商時報》，
<https://www.ctee.com.tw/news/20221110700928-431303>，（最後瀏覽日：5/18/2024）。

證交所網站，〈盡職治理守則簽署名單〉，
<https://cgc.twse.com.tw/stewardshipList/listCh>，（最後瀏覽日：5/18/2024）。

證交所網站，〈證交所發布盡職治理相關資訊〉，
<https://cgc.twse.com.tw/stewardshipInfo/listCh>，（最後瀏覽日：05/18/2024）。

（六）判決

最高法院 76 年度台上字第 1231 號判決。

最高法院 90 年度台上字第 1721 號判決。

最高法院 93 年度台上字第 2217 號判決。

最高法院 105 年度台上字第 1223 號判決。

臺灣高等法院 102 年度上字第 113 號判決。

臺灣高等法院 109 年度上字第 254 號判決。

(七) 函釋

金管會 112 年 8 月 15 日金管證發罰字第 1120383711 號函。

經濟部 87 年 1 月 23 日商字第 87202158 號函。

經濟部 108 年 3 月 12 日經商字第 10800540160 號函。

經濟部 109 年 3 月 18 日經商字第 10902407350 號函。

二、英文文獻

(一) 期刊論文

Deirdre Ahern, *The Mythical Value of Voice and Stewardship in the EU Directive on Long-Term Shareholder Engagement: Rights Do Not an Engaged Shareholder Make*, 20 CAMBRIDGE YEARBOOK OF EUROPEAN LEGAL STUDIES 88 (2018)

Lucian Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, HARVARD LAW REVIEW, 118(3), 833-914. (2005).

Bernard Black, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 39 UCLA LAW REVIEW 811 (1992).

Henry T. C. Hu & Bernard Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 SOUTH CALIFORNIA LAW REVIEW 811 (2006).

Asaf Eckstein, *The Virtue of Common Ownership in an Era of Corporate Compliance*, 105 IOWA LAW REVIEW 507 (2020).

Einer Elhauge *Horizontal Shareholding*, 109 HARVARD LAW REVIEW 1267 (2016).

Jan Fichtner et al., *Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk*, 19 BUSINESS AND POLITICS 298 (2017).

Ronald Gilson & Jeffrey Gordon, *Agency Capitalism: Further Implications of Equity Intermediation*, RESEARCH HANDBOOK ON SHAREHOLDER POWER 32 (2014).

Caleb Griffin, *We Three Kings: Disintermediating Voting at the Index Fund Giants*, 79 MARYLAND LAW REVIEW 954. (2020)



Leo E. Strine, Jr., *Who Bleeds When the Wolves Bite? A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System*, 126 YALE LAW JOURNAL 1870 (2017).

Dorothy Lund, *The Case Against Passive Shareholder Voting*, 43 JOURNAL OF CORPORATION LAW 493 (2018)

Sean Griffith & Dorothy Lund, *Conflicted Mutual Fund Voting in Corporate Law*, 99 Boston University Law Review 1151 (2019).

Gregor Matvosa & Michael Ostrovsky, *Cross-Ownership, Returns and Voting in Mergers*, 89(3) JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 391 (2008).

William Sjostrom, *The Case Against Mandatory Annual Director Elections and Shareholders' Meetings*, 74 TENNESSEE LAW REVIEW 199(2006).

(二) 網路資料

Glass Lewis, *2024 Taiwan Proxy Voting Policy Guidelines*,
<https://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2023/12/2024-Taiwan-Benchmark-Policy-Guidelines-Glass-Lewis.pdf?hsCtaTracking=b3dfacd7-6249-4924-8bf4-53046c74dcb6%7Cf1d1acc9-3672-4d3d-802c-4bc5e0e2c58f>

ISS, *2023 Taiwan Proxy Voting Guidelines*,
<https://irplatform.tdcc.com.tw/ir/zh/insight/detail/4028979786038d2d01860714850f0012>

OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*,
https://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2023_ed750b30-en.

PRI, *What is the PRI?*
<https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>.

PRI, *What are the Principles for Responsible Investment?*
<https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment>

PRI, *How Can a Passive Investor Be a Responsible Investor?*
<https://www.unpri.org/download?ac=6729>.

SEC, *§240.14a-8 Shareholder proposals*,
<https://www.sec.gov/divisions/corpfin/rule-14a-8.pdf>.