

一個關於累積投票制的疑惑

林 建 中*

要 目

壹、前 言	肆、理論檢討：影響少數股東代表權的因素與累積投票制
貳、累積投票制在我國法上的規定	一、討論的空白
參、以數例方式檢查累積投票制所造成的影響	二、重新思考到底什麼影響代表席次
一、假設案例一：存有能控制半數以上股權的股東或股東集團	伍、所謂累積投票制的目的到底所指為何？：純粹錯誤或是語意理解的誤失
(一)在累積投票制下	陸、美國法的比較
(二)在非累積投票制下	一、累積投票制的歷史
二、假設案例二：最大股東或最大股東集團不能控制半數以上股權	二、Straight voting是什麼，與累積投票制操作的邏輯
(一)在累積投票制下	三、比例分配（proportional representation）與贏者全拿
(二)在非累積投票制下	柒、結 論

DOI : 10.3966/102398202013040132002

*

交通大學科技法律研究所助理教授，美國賓州大學法學博士。

投稿日期：一〇一年三月八日；接受刊登日期：一〇一年九月二十日

責任校對：黃甯

摘 要

公司法的累積投票制，一直是教學與理解上的困擾點。公司法中的累積投票，要求將每股股數乘以應選董事席位，以作為各股東投票權的總數。然而，為何乘以應選董事席位會產生累積投票制所宣稱的「保障少數股東董事會代表席次」的效果，卻一直是個謎團。

本文以帶入數例實際演算案例的方式，推算各種設定下的投票模型，發現現行法中將投票權數依照應選董事席位予以膨脹，其實跟一般一股一票的情形，並沒有明顯不同；反而是由於投票權數的擴張，加強了分裂的風險與計算的困擾。因而，在這樣的懷疑下，本文藉由美國早期文獻交互查核，重新確認美國法上所謂的累積投票制的操作邏輯，以及在探討該制度移植到臺灣來後所出現的矛盾情況；最後並維持「每股股數乘以應選董事席位」作為投票數的作法並無實際效用的結論。

關鍵字：公司法，累積投票制，比例代表，Droop Quota（特羅普數額或稱族普基數），贏者全拿，少數股東壓制

壹、前言

累積投票制的存在在公司法裡，一直像是個質樸的問題。然而細究整個結構，其所宣稱的目的，經過簡單的推算後，卻又引發更多的疑惑。疑惑的源頭，主要是來自於其宣稱之效用是否存在、與如何產生的問題。

本篇文章主要的目的，在討論累積投票制中，究竟為何需要將股份票數依應選董事席位等比例膨脹；同時進一步思考這樣的膨脹是否真的如其所宣稱可以增加少數股東的代表性。經過相關假設案例的代算後，本文發現是否將票數依據應選席位數目比率膨脹，在各種試算結果下均無法達成強化少數股東權限的目的。準此，本文依據此一現象，重新梳理董事選舉的相關邏輯，並希望檢討現行理解的可能原因與是否有誤的問題。

本文最後藉由調查累積投票制在美國法上的歷史發展與學術論著，以為上開論據進一步佐證。結論上，本文認為由於相關比較基準的不清與移植上的片面性，是構成相關困擾與錯誤的主要來源。同時，藉由檢討理論與美國法上之現狀，可重新釐清臺灣在累積投票制相關議題上未來進一步修改的方向。

貳、累積投票制在我國法上的規定

根據我國公司法的規定，累積投票制指的是股東會選任董事時，賦予每一股份有與應選出董事人數相同之選舉權，股東得將前開投票權集中選舉一人，或分配選舉數人，並由所得選票代表選舉權較多者當選董事的制度。¹此一投票權限的特殊規定，主要差異

¹ 我國現行公司法第198條第1項規定：「股東會選任董事時，每一股份有與應選出董事人數相同之選舉權，得集中選舉一人，或分配選舉數人，由所得選

是將董事選舉中的選舉權數或票數依據應選出董事人數而予膨脹，而變更了一般公司事項表決以每一股為單位而賦予一投票權並佐以簡單多數決（simple majority）的基本規定。²

累積投票制作為公司內部股東投票權行使基本規定之例外規定，其主要目的，一般認為係為增加少數股東在董事會中的代表權，因而以每股乘以應選董事席位的方式，將選舉權膨脹，並藉由將該被膨脹的投票權集中行使的方式，而希望有助於少數股東更容易選出其代表，以避免董事會為大股東所壟斷。儘管立法理由³與學說⁴均一致性地支持此見解，然而以實際數例代入計算後，本文

票代表選舉權較多者，當選為董事。」此一條文為2011年12月28日修正公布。之前該條條文為：「股東會選任董事時，除公司章程另有規定外，每一股份有與應選出董事人數相同之選舉權，得集中選舉一人，或分配選舉數人，由所得選票代表選舉權較多者，當選為董事。」該次修正，僅處理公司得否以章程修改的方式排除累積投票制之適用，並未更動累積投票制之基本邏輯。

² 此部分規定在我國公司法第174條及第179條第1項。第174條規定：「股東會之決議，除本法另有規定外，應有代表已發行股份總數過半數股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意行之」。第179條第1項規定：「公司各股東，除有第一百五十七條第三款情形外，每股有一表決權。」美國德拉瓦州普通公司法(Delaware General Corporation Law) sec. 216, 212(a)大致上為相同規定。

³ 累積投票制在我國的引進，主要是在1966年7月19日全文修正時被加入。然而依據當時修法紀錄，相對於其他條文的激烈辯論，本條受到的討論卻相當簡略，也沒有充分的說明論證。根據相關立法時所留下的資料，公司法第198條的立法原因，主要是使大股東不能完全操縱，同時使得「小股東或小股票聯合起來，把票集中選舉，可得到少數董事的席位」。關於立法討論的部分，請參見，立法院公報，54卷18期，頁10-11，1965年9月3日。

⁴ 此一解釋亦為我國公司法教科書對於累積投票制的通說，例如，柯芳枝，公司法論（下），頁290，2003年增訂5版。王文宇，公司法論，頁301、315，2006年3版。劉連煜，現代公司法，頁324，2007年增訂2版。

卻無法得到相同的結果。同時，就理論與邏輯進一步分析，本文也認為此一方式很難獲得與前開立法理由相同或類似的結論。因而在這樣的矛盾下，到底累積投票制代表何種意義、或有無存在的價值，本文認為不無重新商榷或釐清的必要。

以下，本文將先以數例代入的方式，檢查累積投票制運作上，是否真的如期所宣稱的與一般投票制間產生差異。

參、以數例方式檢查累積投票制所造成的影響

由於累積投票制主要主張其可以抑制大股東獨占席位的問題，所以在假設案例上，本文首先以相關公司中有大股東（或數人形成控制股東集團）的情況來進行分析。

一、假設案例一：存有能控制半數以上股權的股東或股東集團

Z股份公司（發行有投票權股份總數十萬股），有股東甲（持有股份60%）及少數股東乙、丙二人（各持有股份20%），依據章程，該公司應選董事三人。現有董事候選人A、B、C、D、E共五人，A、B、C三人為股東甲所支持之候選人，其偏好度依字母序。乙、丙二人則一般性地偏好D、E二候選人甚於A、B、C。

案例推算中，本文區分股東間是否對候選人有偏好、⁵以及類似立場的股東間是否能協議行動兩點，⁶分別當成變數討論。

⁵ 這邊所指的偏好，有可能是對每個候選人都有不同偏好，也有可能將候選人分為區塊或次團體而對特定區塊有不同的偏好，或是同時兼有以上的兩種情況：既將候選人分為區塊，同時對區塊內的個候選人仍有不同程度的偏好。

⁶ 在此所謂協議行動，所指的是乙、丙二人協議對投票權的分配對象與順序達到共識而共同行動之狀態。但需注意的是，假如乙、丙二人對於所有候選人的偏好狀態均相同，原則上會出現與協議集體行動類似的結果；差別只是在

(一)在累積投票制下

原則上甲得控制票數為十八萬票（十萬股的60%為六萬股，六萬股乘以應選董事人數三，得出十八萬票）。乙、丙各得控制六萬票（乙的部分為十萬股的20%為二萬股，二萬股乘以應選出董事人數三，得出六萬票；丙之情形亦同）。在總票數為三十萬票並應選三席，雙方的目標均設定在極大化其當選席位目標的情形下：⁷

1. 兩邊均集中投票

倘若甲集中投票、乙、丙二人協議後集中投票於D或E，乙、丙二人得確保獲得一席之董事代表（過程為：在甲極大化其當選席位之策略下，若甲平均配票於各候選人，則A、B將各得九萬票；D或E因為乙、丙的集中投票而獲十二萬票，D、A、B或E、A、B三人當選。若甲非平均配票以求取得最高得票之席位時，則出現之結果將介於A十二萬零一票、D或E十二萬票，而B五萬九千九百九十九票，與A十七萬九千九百九十九票、D或E十二萬票、B一票之情形間。但無論為何者，均不影響A、D、B或A、E、B三人當選之結論）。

2. 大股東集團集中投票，少數股東集團未集中投票

然若乙、丙二人並未協議集體行動，但在甲仍集中策略性投票的情況下，乙、丙在其各自有的六萬票在二人隨機分配D或E二人

協議狀態下，雙方還可以探知集體行動下是否已經跨越當選門檻，而可將多餘或剩餘資源重新配置。相較下，達成協議更能夠避免資源的浪費。簡單地說，在此所稱的協議行動通常指的是集中投票並集中將多餘票數重新分配兩種情況。而所謂集中投票，是指盡可能先將票集中化，以先行保障屬意對象當選的方式，優先將需跨過最低當選門檻的票數分配給屬意對象，並依照屬意程度逐項分配，而非任意平均分配。

⁷ 依據累積投票制計算當選所需票數的公式，本案中確保最低當選門檻為75,001票。關於計算公式的詳細討論，請參考後文註25。

的情況下，就平均機率而言，均將造成D、E二人各得六萬票之結果。因此在此一情況下，甲在預期乙、丙二人隨機投票的情況下，可預見D、E二人各得六萬票，因而甲仍得以其票數優勢，配票確保兩席董事。⁸惟假設乙、丙二人偏好D甚於E而不是相同地偏好D、E二人，則D會獲得十二萬票，但此種情形與乙、丙二人協調後行動的情況一樣，仍會維持A、B、D三人當選的情形。

3. 雙方均分散投票

若甲隨機或平均投票（同樣的投票行為也會出現在甲對於A、B、C三人間無偏好的情況下）、乙、丙也未協議而隨機平均的投票時，甲將其票數平均分配給A、B、C三人而使其各得六萬票，因而在假如D、E二人得票完全平均或隨機的情況底下，將使得A、B、C、D、E五人各有六萬票。但這樣的投票策略，假使最後決定是以抽籤方式決定，對甲並沒有好處。理由是，在這樣的投票策略下，甲的所得席位的期望值也只有五分之三（抽籤中籤的機率）乘以三席，因而得出的期望值也只要一·八席。乙、丙合計期望值為一·二席。⁹

⁸ 在此值得補充說明的是，假如股權結構的分配，甲能取得稍多於本案例設定之成數，即便其所有股權未達總票數三分之二，甲仍能在乙、丙非協議集體行動的情況下囊括所有席位。例如，假如甲有62,000股，而乙、丙各有19,000股，則結果將變成甲得將其總票數186,000票平均分配予A、B、C三人，A、B、C三人各得62,000票。而乙、丙各有的57,000票因未協議妥當、而導致隨機分配於D、E或二人各自平分於D、E二人，致使D、E各得57,000票。此一策略將使A、B、C、D、E五人的得票數分別為62,000票、62,000票、62,000票、57,000、57,000票。結論是D、E二人將不敵A、B、C，而由甲支持之後選人囊括所有應選的席位。亦即，甲只有62%的股權，但能囊括100%的董事代表權；但這樣的情況並不會出現在乙、丙能夠集體行動的情況下。

⁹ 換言之，就此一情況進一步分析，可以發現乙、丙之所以在數學上能取得超過1席的席次（1.2席）或現實上取得兩席，必須在機率上與甲的配票策略出錯兩個條件都具備的情況下，才會發生。反之，假設甲具備基本安全票數的概

4. 大股東集團未集中投票，少數股東集團集中投票

若甲隨機或平均投票但乙、丙協議投票的情況底下，甲的投票權平均分配給A、B、C三人，而使其各得六萬票；乙、丙可透過集中投票而集中支持D或E，而以其十二萬票確保一席的董事席位。

因此結論上，乙、丙在累積投票制下，數學上最好的情況（配合甲的投票策略錯誤）是在取得一、二席；而實際上的操作，結果是由A、B、C、D、E五人均得六萬票而因同票抽籤，D、E二人以十分之三的機會兩人同時順利中籤，而由乙、丙取得三席董事中兩席。¹⁰但假若甲在正常情況下（亦即瞭解係爭公司股權結構與他方的投票偏好、並搭配正確的基本配票策略的情況下），上開情形就不會出現。因而在此種情況下，乙、丙二人使用累積投票制只能取得確定的一席董事席次；換言之，甲在合理的策略選擇下，可確保兩席代表。¹¹

念，就應該不會願意將其投票權完全分散分配予A、B、C三人；因為這樣做並不會確保其當選席次的極大化（將由確定的2席變為機率上的1.8席）。

¹⁰ 此為發生事件除以總可能組合的結果。關於組合（combination）的公式為：

$$\binom{n}{r} \text{ or } {}_n C_r = \frac{n!}{r!(n-r)!} = \frac{n(n-1)(n-2)\cdots(n-r+1)}{r!}。此處n代表集合元素的總數，$$

r代表在n集合中抽取的元素數，C代表組合數。是故，在本例中，有十種可能的組合

$$\binom{5}{2} = \frac{5!}{2!} = 10，而事件發生的可能組合為三，因而機率為十分之三。相關$$

公式說明，可參見大英百科全書線上版，<http://www.britannica.com/EBchecked/topic/452324/permutations-and-combinations/>（最後瀏覽日：2012年3月8日）。

¹¹ 大體上，這個數字得出其實也與雙方的提名策略有關。本例中，之所以假設控制股東提名或偏好三人，是根據其持股比率與膺選席次數相互搭配、加上樂觀的預期所形成。詳言之，由於甲持股60%，搭配應選席次3名，進位之後原本就會當選2席，因而假如甲同時又期待反對集團策略錯誤的話，是有可能多取得1席。因而本例中是假設甲提名或偏好3席。相同的邏輯也出現乙、丙集團的偏好兩席上。但從結果上來看，很清楚的，假如雙方在配票上都沒有

另外關於同一候選群組中有無偏好的問題，從前面的設例中，可以發現假設乙、丙二人均偏好D甚於E而不是相同地偏好D、E二人，則這種情況下，將會自動形成以偏好形成協調行動的情況（情況1、4），而在結論上維持A、B、D三人當選的情形。相反地，假如乙、丙偏好E，最後就會變成A、B、E當選。但假設乙、丙各自分別偏好D與E，則會與二人無偏好且隨機分配的情形（情況2、3）相同。換句話說，相同的偏好會有集中選票的效果，與經協調後的情況一樣。但協調的結果，有時還可以將多餘選票重新配置，這點，則是相同偏好無法直接達成的。

另外需要補充的一點，是本案例中假設的是兩個集團各自有不同屬意的兩組候選人。亦即，這是模擬不同股東集團間對抗的情形。假如雙方喜好的候選人有部分重疊，則可能會可以進入協商的狀態；但即便如此，假如雙方對於部分的候選人仍有不同想法而無法協調，就無法協調出來的席位，還是會進入本例中設想的對抗情節。

(二)在非累積投票制下

在回歸一股一票的情況下，同樣的股權結構設定，令人驚訝的，試算結果並沒有出現明顯的變化。首先在沒有累積投票制的情況下，董事選舉中各股東之投票權依據公司法第一七九條第一項之規定，將回復到原則規定而使得每股僅有一表決權。在此情形下，甲將有投票權六萬票，乙、丙各有二萬票，總票數變為十萬票。在應選董事人仍為三席、甲仍依序偏好A、B、C，而乙、丙仍相同地偏好D、E的情形下：

發生重大錯誤，其實最後席次分配的結果跟持股比率會很接近。

1. 兩邊均集中投票

倘若乙、丙二人協議集體行動集中投票，於甲平均配票於A、B時，分別出現之選舉結果為D或E得四萬票，A、B各三萬票當選。¹²若甲非平均配票以求取得最高得票席位時，則出現之結果將介於A四萬零一票，D或E四萬票，B一萬九千九百九十九票與A五萬九千九百九十九票，D或E四萬票，B一票兩種情形間之各式組合。但均不影響A、D（或是E）、B三人依序當選之結論。但結論上，乙、丙二人仍僅得確保一席董事。

2. 大股東集團集中投票，少數股東集團未集中投票

然而若乙、丙二人並未協議集體行動，則其各自有的二萬票不論隨機分配於D或E二人，或均等分配於D、E二人，均將造成D、E二人各得二萬票之狀態。在此一情況下，甲仍得以其總票數六萬票的優勢，至少取得兩席董事。¹³

3. 雙方均分散投票

倘若甲隨機或平均投票（此類型投票行為會出現在當甲無視於或不知道最低安全當選票數公式的警告而不想極大化其安全當選席次，或對於A、B、C三人間無偏好的情況，或是甲錯估敵對集團的配票狀態——例如估計對方會各自分別支持兩位以上的候選人——而錯誤地樂觀估計可取得三席的情況下），乙、丙也未協議而隨機平均的投票時，甲將會將其票數平均分配給A、B、C三人而使其各

¹² 由於依據設定甲希望A、B當選甚於希望C當選，所以甲不會將票平均分配給A、B、C三人，導致最後需由抽籤決定當選人，增加最後當選的是C而不是A、B之情形的機率。但假設甲同樣地希望A、B、C三人當選，情況就會變成甲隨機於A、B、C三人中挑選兩人支持（下述情況3、4）。

¹³ 同前述註8之情形，甲在乙、丙未協議行動的情況下，假如能取得稍多於60%的股權，即便未有累積投票之情形，仍可在正確的操作方式下囊括所有的席位。此點並未因有無累積投票制之適用而有不同。

得二萬票，同時D、E二人得票在完全平均或隨機的情況底下亦將會變成各得二萬票。此種情況將由於五位候選人票數均同，假如沒有第二輪投票而以抽籤決定，對甲而言，甲的所得席位的期望值也只有五分之三（抽籤中籤的機率）乘以三席，因而得出的期望值也只要一·八席。乙、丙共同取得的席次期望值為一·二席。

4. 大股東集團未集中投票，少數股東集團集中投票

若甲隨機或平均投票但乙、丙協議投票的情況底下，甲的投票權平均分配給A、B、C三人，而使其各得二萬票；乙、丙可透過集中投票而集中支持D或E，而以其四萬票確保一席的董事席位。但在這種情況下，乙、丙可共同取得一席董事，甲取得兩席。

從上述兩種不同的試算，可以發現是否將股權乘以應選董事席位，似乎對於選舉結果並沒有影響。而影響選舉結果的原因，可能在雙方集團是否可以盡可能擴大己方的集團的前提下，由集團內部集體行動而將投票集中給（適當數目的）支持對象；¹⁴及是否能夠預知或猜測到敵對集團的配票方式。所以從這個例子中，單純是否採用累積投票好像沒有辦法看出太多不同。

二、假設案例二：最大股東或最大股東集團不能控制半數以上股權

Z股份公司（發行有投票權股份總數十萬股），有股東甲（持有股份40%）及股東乙、丙二人（各持有股份30%），依據章程，該公司應選董事三人。現有董事候選人A、B、C、D、E、F共六人，A、B、C三人為股東甲所支持之候選人，其偏好度依字母序。

¹⁴ 妥善決定如何集中己方選票與適當數目的支持對象的關鍵，取決於依據自己的票數推估合理（包括樂觀與悲觀狀態下）可取得席位數。而所謂樂觀與悲觀，通常必須視敵對集團在如何程度上能集中多少選票（或是錯誤地分散選票）而決定。

乙、丙二人則偏好D、E、F三候選人甚於A、B、C。

(一)在累積投票制下

原則上甲得控制票數為十二萬票（十萬股的40%為四萬股，四萬股乘以應選董事人數三，得出十二萬票）。乙、丙各得控制九萬票（乙的部分為十萬股的30%為三萬股，三萬股乘以應選出董事人數三，得出九萬票；丙之情形亦同）。在總票數為三十萬票並應選三席的情形下，

1. 甲與乙、丙兩邊均集體行動並集中投票

假設乙、丙協調後集體行動，則乙、丙共得控制十八萬票；該十八萬票依據最低安全得票公式的計算結果（七萬五千零一票），足夠支持兩席的當選。而甲得控制的十二萬票可以支持一席的當選。因而當選的為A、D、E三人（或A、E、F，或A、D、F，視乙、丙對於D、E、F三人其中偏好而定）。

2. 甲集中投票，乙、丙未集體行動

甲如採取保守策略，決定其持股僅足確保一席確定之當選席位，而策略上先集中票數於A後，始行將多餘票數分配予B。此種情況下，假設乙、丙不集體行動但有相同偏好（例如均偏好D勝於E、E又勝於F時），則情況會視乙、丙二人將集中其票於一或二人而定；假如乙與丙均將票集中在D一人，而最後形成D、A、B三人當選；假如乙與丙均將票以樂觀估計而認為可以分配於二人時，則D、E均可獲得九萬票而最後當選人為A、D、E。但假設乙、丙不集體行動又對D、E、F間為全無差別的偏好，在分散投票的情況下，乙、丙控制十八萬票將均分予D、E、F三人，D、E、F將各得六萬票；此時D、E、F是否能當選，就將取決於甲。假如甲能事先得知此一情形，則可將其十二萬票分散於A、B兩人，而取得數學上1.2席的董事。至此，假如同票時以抽籤決定，則甲取得勝於一

席的可能性。但假設乙、丙各自偏好D、E、F中之不同人（例如乙偏好D而丙偏好F），則會變成D、F各得九萬票，甲支持的A與D、F二人均當選。

3. 雙方均分散投票

假設乙、丙不集體行動而將其票平均分散於D、E、F三人，而甲也未依計算集中、而將其票分散於A、B、C三人時，在常態分布（normal distribution）的情況下，則變成D、E、F三人各得六萬票，A、B、C各得四萬票，由D、E、F三人當選。¹⁵

4. 甲分散投票，乙、丙集中投票

假如乙、丙集體行動，但甲未集中投票、而將其票分散於A、B、C三人時，此時A、B、C三人將各獲得四萬票。此時若乙、丙得知甲的投票策略而集體行動，則可輕易將其十八萬票分配予D、E、F三人，而形成與前述情況3相同的結果。

(二) 在非累積投票制下

原則上甲得控制票數為四萬票，乙、丙各得控制三萬票。此時總票數為十萬票。在應選三席的情形下：

1. 甲與乙、丙兩邊均集體行動並集中投票

假設乙、丙協調後集體行動，則乙、丙共控制六萬票；該六萬票依據最低安全得票公式的計算結果（二萬五千零一票）足夠支持兩席的當選。而甲控制的四萬票，則可以支持一席的當選。因而依偏好度，當選的為A、D、E（或是A、E、F，或A、D、F，視乙、

¹⁵ 這邊與前一組案例相對照的，在於甲的提名策略。本例中，甲同時提名或偏好三人，此一數字其實在參考自己的持股比率狀態下，是過度提名的。因而，假如乙、丙股東集團能正確衡量本身的持股狀態時，甲就會因為過於樂觀的提名狀態而連1席都無法取得。但假如乙、丙無法形成集團，各自提名不同的三人並平均分票，反而就會變成甲所提名的三人都當選。

丙二人對D、E、F三人間偏好度而定)三人。結論上，乙、丙合作取得二席董事，甲取得一席。

2. 甲集中投票，乙、丙未集體行動

假設乙、丙不集體行動但甲為積極配票時，在乙、丙二人有相同偏好（例如偏好D勝於E、E又勝於F時）時，則情況會視乙、丙二人將集中其票於一或二人而定；假如乙與丙均採保守策略而將票集中在一人時，而最後形成D、A、B三人當選（分別為六萬票、二萬票與二萬票）；假如乙與丙均將票以樂觀估計而分配於二人時，則D、E均可獲得三萬票而最後當選人為D、E、A或D、E、B（分別為三萬票、三萬票與二萬票）。但假設乙、丙不集體行動又對D、E、F間為無差別的偏好，則乙、丙將各自控制之三萬票均分予D、E、F三人，D、E、F將各得二萬票。此時D、E、F是否能同時當選，就將取決於甲。假如甲能事先得知此一情形，則可將其四萬票分散於A、B兩人，而取得數學上1.2席的董事，或是維持保守策略而將二萬零一票投給A確保其當選。在前者的情況，假如同票時需以抽籤決定，則甲在數學上取得多於一席的可能性；但實際分配情況則需視抽籤結果而定。

3. 雙方均分散投票

假設乙、丙不集體行動而將其票平均分散於D、E、F三人，而甲也未依公式的警告而集中投票、反而將其票分散於A、B、C三人時，在常態分布的情況下，則變成D、E、F三人各得二萬票，A、B、C各得一萬三千三百三十三（或一萬三千三百三十四）票。由D、E、F三人當選。

4. 甲分散投票，乙、丙集中投票

假如乙、丙集體行動，但甲未集中投票、而將其票分散於A、B、C三人時，此時A、B、C亦各得一萬三千三百三十三（或一萬三千三百三十四）票。此時若乙、丙得知甲的投票策略而集體行

動，則可輕易將其六萬票分配予D、E、F三人，而形成與前述情況3相同的結果。

肆、理論檢討：影響少數股東代表權的因素與累積投票制

一、討論的空白

相同的情形，在筆者試圖調整前開股權結構、股東人數、應選席次與候選人數，帶入組合而試算後，出現的都是類似的變化規律，並沒有不同。亦即，累積投票制所導致之投票結果，並沒有因為原始票數乘以或不乘以應選董事席位，而在結果上不同。是以，累積投票宣稱其能更充分保障少數股東在董事會代表的目的，並未真的在試算例中出現。¹⁶

此一與一般理解的悖離現象，有幾個可能的原因。首先，一個可能的解釋是推算本身並不周延。然而在多次帶入數種不同情況演算後，未發現不同的結論的情況下，為求便利，本文於此暫時先排除相關的可能性後，此時另一個可能的解釋，則導向於理論本身。或是說，必須從理論上去思考此一偏離狀態的可能成因。

因而假如暫時先不去討論此一公司法上股權結構、提名策略、集體行動，與探知對方策略而因應等問題，從一般理論上來說，其實我們可以很質樸地去問：當所有人之投票權都等比例膨脹的同

¹⁶ 至於在計算上，如何在固定票數下策略性地取得最多數的席位，部分經濟的文獻也有值得參考的討論。相關著作，可參見Charles W. Gerstenberg, *The Mathematics of Cumulative Voting*, 9 J. ACCT. 177 (1910); Gerald J. Glasser, *Game Theory and Cumulative Voting for Corporate Directors*, 5 MANAGEMENT SCIENCE 151 (1959); Amihai Glazer et al., *Cumulative Voting in Corporate Elections: Introducing Strategy into the Equation*, 35 S.C.L. REV. 295 (1984).

時，少數股東的投票權如何獲得「真正的」膨脹，與如何取得更有利的位置？然而針對這個疑問，一般國內外的公司法教科書中，卻令人驚訝地並未提供合理的說明。

二、重新思考到底什麼影響代表席次

回到邏輯本身，就一般選舉而言，影響少數代表¹⁷（minority representation，意指少數選民或少數股東能否在政治代議或代表體系中取得參與的機會）的關鍵，並不在於票數是否與多數群體同時等比倍增。詳言之，影響少數選民是否能取得符合比例的關鍵，如同在之前的幾個試算過程中可以發現的，其實比較可能在於：(一)少數群體間是否能有效集中投票權；與(二)是否能有效地規劃受票對象。亦即，能協調並統合利用既有的投票權，是極大化選舉結果的主要關鍵。¹⁸相反的，當投票者將票數分散給多位候選人或每一位候選人皆未獲得夠多票數的情況下，在相對多數獲勝的規則下，最後所獲得的席次自然會低於集中投票後的結果。

另外可以在前開試算中觀察到的是，基本上，就個別行動者而言，合理的投票策略，都是在依據所控制票數、應選人數、參選人及偏好順序，以及其他投票者對於相同問題的可能立場等因素進行試算過後，計算得出。是以，合理的投票權行使，通常都是依據所能夠取得的席位數值（區）內，搭配猜測對方的配票策略，而進行

¹⁷ 關於代表此一概念的討論，請參見STANFORD ENCYCLOPEDIA OF PHILOSOPHY, POLITICAL REPRESENTATION, available at <http://plato.stanford.edu/entries/political-representation/> (last visited: 2012.03.08)。

¹⁸ 附隨的，在欠缺協調或統一行動的情況下，個別的行動者將會依照各自的偏好順序行動；是故，假如數個人的偏好順序相同，即便該數人間並無協調聯絡，也會出現與協調後的情況一致。此即以偏好形成的集體行動。但這種集中並無法處理過度集中的問題。

乙方票數的分配。同時，在有偏好的情況下，原則上合理的投票者都會盡可能以前開預測出來的區間再進行配票，而集中並依序支持其想支持的對象。簡言之，無支持偏好的話會偏向隨機或平均分配票數；若有支持偏好，則會在合理區間內，依照是否要取得首席而分配票數。

從前開討論中，可以發現，票數、集中與分配策略是決定選舉結果的決定因素。從少數股東的觀點，影響少數股東是否能依持股比例取得董事會代表席位的關鍵，在雙方策略與實力相對清晰的情況下，其實並不在於其表決權票數是否依應選董事席位而膨脹，而是在於少數股東是否能協調行動以安排其投票策略。亦即，集中投票將有助於少數股東爭取跨過門檻取得基本或最低席位，而分散投票將有助於控制股東將其所控制席位最大化。因而，增加少數代表的關鍵或真正的問題，在如何處理少數股東的集體行動的問題，而並不是採用累積投票或票數等比膨脹與否。此一觀察，也與一般的投票行為的理解相符合：票數必須集中才有意義，分散將會使票數的效用非等比地被削弱。換言之，膨脹票數在邏輯上的功能只是在於便利分散或增加分散的效用，¹⁹理論上並不能在集中化的方向或

¹⁹ 事實上，將股數乘以應選董事席位的效果，依照筆者個人的見解，其實只有便利整除而已。亦即，當股東持股數無法被董事應選席位整除時，就會出現無法完全均分票數的情況。亦即假如股東A有3,000股但應選董事數7人時，則股數是否乘以7就會影響A是否能夠將其票數完全均等地分配給7個候選人。因而在不乘以董事應選席位時，所產生的結果就會變成7個候選人各得429票、429票、429票、429票、428票、428票、428票，與完全均等有細微差距。至於另外一個變形，則是當股東持股數小於應選董事席位時，也會有類似無法整除或均等分配的困擾。然而此二情況，就現實而言應不具太多意義：由於累積投票制原則上係設計給對多數人集資並鼓勵股份流通的股份有限公司使用，在目前公開發行股票的股份有限公司通常以1,000股為交易單位的情況下，無法整除的問題在現實上的影響力並不明顯，僅具有邊際性的效果，在

強化少數代表權上，提供任何的幫助。

伍、所謂累積投票制的目的到底所指為何？：純粹錯誤或是語意理解的誤失

本於以上的理解，在思索到底為何累積投票制一方面經過試算並無法達到強化少數股東董事代表權、但多數文獻均堅持此一結論的悖離情形，本文傾向認為此一現象的成因，可能同時出現在兩個地方：一個是語意上的理解差異，一個是比較基準的不明。首先，從後者來講，要使得「累積投票制對於保障少數股東董事會代表權有幫助」這句話有意義，可能我們實際上比較的基準並不是公司法第一七九條第一項one share one vote的投票方式，而是其他的東西。

如同近年數起涉及累積投票制案例所顯示的，在二〇一一年十二月二十八日修正前，當時的公司法第一九八條，允許公司選擇拒絕適用累積投票制；而實際發生的案例中，引發爭議的情形是部分公司因改採用全額連記法作為替代的投票方式所導致的過半者全拿的問題。²⁰在觀察到前開案例裡對於少數股東代表權限壓抑

大部分的情況下並沒有實際上的意義。同時就手段目的間的關聯性，正如本文所主張，保障或加強少數股東代表權的關鍵在於票數的集中使用、股東間聯合的允許或鼓勵，而不是去提倡分散或關心分散後剩餘票數無法整除所造成的浪費問題。

²⁰ 關於臺灣實務上以使用全額連記法代替累積投票制的案例，近年來著名的有2007年8月的國巨／大毅公司選舉，緊接著同年11月間的台航公司選舉，及2008年6月間發生的大同公司選舉。詳情可參閱，例如，曾萃芝，爭大毅經營權 國巨滑鐵盧 大毅七董三監全拿，國巨則發表聲明，大毅須面對後續一連串的司法問題，工商時報，A3版，2007年8月23日（報導在大毅科技董監事改選中，以56%的股權優勢，搭配全額連記法等議事規則，拿下全部七董三監

(minority oppression) 的情況，本文傾向認為假如要堅持累積投票制是有助於保障少數股東的代表權的話，那前提上還是要回到到底我們是用什麼來跟累積投票制相比較這個問題。

然而這個問題並不如想像中清晰。首先，關於累積投票制引進時係相對於什麼樣的投票制而言，一九六六年修法時的討論資料並沒有非常明確的紀錄。²¹學說上，國內通用的公司法教科書，對此一問題也沒有一致的說法。²²但觀察多數見解對累積投票制的介

的席位，擊敗持有44%股權之國巨公司而成功捍衛其經營權)。陳鳳英，台航股東會官股包七席董事 中航揚言提訟，中國時報，B4版，2007年11月16日(報導控制臺航公司51%股份的公股，仿倣大毅模式，在股東會上在臨時提議將董事選舉方式修改為全額連記法，取得全部七席之董事席位)。林上祚，大同董監改選大房大獲全勝，中國時報，B2版，2008年6月12日(討論大同公司現行經營者以全額連記法維繫其對公司的完整控制權)。事實上，採用全額連記法而曾引起媒體注意的案例，還包括已實行全額連記法數年的陽信銀行，以及2008年6月間出現經營權爭奪戰的環球水泥。相同的，這兩個案例也都造成現任經營的控制股東取得全部董事席位的結果。請參見，鄧若寧，陽信奉行全額連記投票法，五月二日董監選舉，陳勝宏再連任董座，工商時報，8版，2006年5月9日(報導陽信銀行在當年董事會以全額連記法改選前，即已用全額連記法舉行過兩次董監改選)。彭漣漪，環泥董監改選 上演豪門恩怨，中國時報，B4版，2008年6月14日(報導環球水泥公司因兄弟鬩牆，造成原有公司經營者侯博明等人結合其他股東，以51%股權的優勢，擊敗持有43%股權的侯博義，而取得全部七席董事席位)。

²¹ 請參見，立法院公報，54卷18期，頁10-11，1965年9月3日。根據上面的記載，當初在修法前所採取的是「比例投票制」，而且從文義上看來，似乎該比例投票制還包括連記與非連記兩種方式。

²² 當筆者試著去尋找國內最早修法當時所通用的教科書時，發現鄭玉波教授認為1966年修法前所使用的，係「聯選制之多數表決方法」。鄭玉波，公司法，頁134註9，1978年5版。而這也是當初立法院立法總說明的說法。參見立法院公報，54卷13期，頁130，1965年7月2日。

現行市面通用的公司法教科書多數並未提及累積投票制係相對何種投票制，而部分論及此一問題之教科書，亦出現不同的說法，例如劉連煜教授認為，累積投票制係相對於「聯選投票(straight voting)制」，而附記straight voting

紹，大體上，似乎傾向認為累積投票制係相對於一種對每一候選人只能投下一票的制度。但該制度的詳細內容，受限於具體描述資料有限，所以無法確定。從論理上推測，上述所謂對每一候選人只能投下一票所指的情形，假如要達到所稱「對少數股東壓制」的效果，可能會是以下幾種情形之一：例如，這類選舉制度裡，要藉由選票或規則的設計，要求當選董事必須有過半股數的支持始能當選；或是由所有有投票權人以可否方式，就各個候選人的贊成與否，當成個別議案的方式，進行表決，而以贊成多於反對之決定當選董事（此制將由最無爭議的人當選）；或是限制投票權人每股對每一候選人只能支持一票，而結果的決定則以獲得最多支持票數的候選人依序當選而決之的制度。在上述三種情況中，不論詳細設計的投票方式或制度規劃為何，假如能控制過半數的投票權，都將能囊括所有的應選席位，而出現選民結構與當選代表間非比例性分配的結果。

就投票理論而言，此類投票方式最大的問題，是任何一方只要能夠掌握過半數或相對多數的選票，便可「勝者全拿」而取得全部的應選席次，因此造成當權派或較占優勢的一方壟斷全局的結果，使得少數派完全沒有代表的空間。因相對於主張累積投票制的人所憂慮的少數股東代表權受到壓抑的原因，本文認為有合理的理由懷疑所謂累積投票制能促進少數股東代表權的說法，其實是相對於此種投票方法而言。但即便真的是如此，還需要回答以下兩個問題：

亦有被譯為「直接投票」「全額連記法」「連選連記法」等。劉連煜，同註4，頁324註9。而施智謀教授則認為累積投票制係針對舊法時期的「聯記投票法」而來。施智謀，公司法，頁155，1991年。惟鄭玉波教授與施智謀教授於教科書中由於並未記錄原文，亦未記錄中文譯文的來源或其他使用者，所以在認定上，其所指稱的制度內容為何與所指的是否為完全相同的事物，仍有一定的未明之處。

第一，是否能有更多非猜測性的證據支持到底累積投票制所針對的是什麼樣的制度；第二，又如何解釋為何現行累積投票制，要多此一舉地將股數乘以應選董事席位，才能達到所謂保障少數股東代表權的目的（如同本文前述所呈現出的困擾點）？這兩個問題，合理的調查途徑，如同我國公司法中大量規範的移植路徑一般，可能都必須回到比較法的觀點，去尋求更明確的答案。

陸、美國法的比較

首先，檢查美國公司法教科書等相關文獻的結果，可以發現累積投票制的討論，並不如想像地多，提到的部分也不很明確。例如William Allen與Reinier Kraakman兩位教授的第二版《Commentaries and Cases on the Law of Business Organization》中，關於董事選任的第七章〈Normal Governance: The Voting System〉，即完全未提及累積投票的制度。²³但Melvin Eisenberg與James Cox教授的公司法教科書《Corporations and Other Business Organizations》中，對於累積投票及其操作模式，有相對完整的介紹，值得參考。

在《Corporations and Other Business Organizations》中，根據Melvin Eisenberg與James Cox兩位教授的說明，董事選舉原則上有兩種通用方式。第一種是傳統的straight voting。在這種選舉方式下，每個股東會有其股份數乘以董事應選席位數的總票數，但股東只可以就每個董事席位，投下與其股份數相同的票。結論上，在straight voting制度下，持有過半投票權數的股東集團，將於選舉結果中得到全部的董事席次。²⁴

²³ WILLIAM ALLEN & REINIER KRAAKMAN, COMMENTARIES AND CASES ON THE LAW OF BUSINESS ORGANIZATION 171-238 (2003).

²⁴ MELVIN ARON EISENBERG & JAMES D. COX, CORPORATIONS AND OTHER BUSINESS

而累積投票所指的是股東可以在董事選舉時，可以擁有其所持股份數乘以董事應選席次數的投票權，並將這些投票權任意分配或集中投給其所喜歡的董事一人或數人間。結論上，少數股東相較於 *straight voting*，能夠有比較好的機會選上部分的董事席次，所以效果上，累積投票對少數股東提供了一定的保障。²⁵

ORGANIZATIONS—CASES AND MATERIALS 236 (10th ed. 2011).

- 25 同前註，Eisenberg與Cox兩位教授在《Corporations and Other Business Organization》一書中，同時附錄了兩組有關累積投票制的公式。首先，第一組公式是 $X = [(S * N) / (D + 1)] + 1$ 。其中，X是所需的股份總數，S為有投票權的股份總數，N為希望選上的董事席次，D為全體董事應選數目。這個公式，用以計算假如希望選上特定數目的席次時，所需要的最低股份數。舉例來說，一個公司如有公開發行股份數1,000股，同時應選董事共7席，假設預期只有800股的股東會出席會議投票，而當少數股東希望選上兩席時，依據公式的計算， $[(800 * 2) / (7 + 1)] + 1$ ，最後得出201股可以支持選上兩席董事。第二組公式是在知道已經控制的股份數的情況下，特定股東能夠支持上幾席董事的公式。大體上，此公式跟前段的公式運作相同，只是X變成已知數而N變成未知數而已。此一公式最早的源頭為Droop Quota（只有 $[v / (s + 1)]$ ，沒有加1），為1868年英國律師及數學家Henry Richmond Droop所提出，HENRY RICHMOND DROOP, BLACK'S LAW DICTIONARY (9th ed. 2009) (under "Droop Quota")。雖然此一公式廣被公司法教科書在說明累積投票制的時候引用討論，但此公式計算下所得的數字，在實際操作上並沒有太多的意義。之所以如此，主要是因為這個數字得到的只是若有此一數目的票數，即可「保證」至少有一席；但實際應用上，這只是「當選所需票數」的「安全值」，亦即一定票數下「最少」或「最壞情況」可以獲得幾席，對於在現實案例中想選上席次極大化的目的而言，投票人另外還必須把出席、對方統合狀況及提名狀況等一併考慮進去，才有可能確定知道「當選所需票數」的「合理推估」，以便進行提名及配票；但此公式不能達到此一目的。另外值得附帶一提的，Droop Quota原本與計算「累積投票制下無論如何一定要選上一席所需的最低票數」之計算，並無關聯。這個公式最早是用在Single Transferable Vote（單記可轉讓投票制，STV）中，計算當選門檻與多餘票轉讓的扣除標準的。相關進一步討論，可參見，Wikipedia, Droop Quota, http://en.wikipedia.org/wiki/Droop_quota (last visited: 2012.03.08)。值得注意的

但Eisenberg與Cox兩位教授並未就累積投票的成因或歷史進行更深入的分析，同時也沒有處理為何累積投票需乘以董事席次的問題。所以問題的解答，可能必須同時參考專門論文的處理。

專論方面，經過搜尋Westlaw系統得到的結果，總量上，可以發現關於累積投票制的討論，跟其他公司法主要議題相比，令人意外地少。²⁶在公司法領域內，近年主要討論累積投票制在公司法上應用的專論，是1994年哥倫比亞大學法學院教授Jeffrey Gordon的〈Institutions as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting〉。²⁷除此之外，有部分文獻也有處理公司法上累積投票的相關問題，其中，比較重要的是及Bhagat Sanjai及James Brickley兩位在Journal of Law & Economics上所發表的《Cumulative Voting: The Value of Minority Shareholder Voting Rights》。²⁸而根據Jeffrey Gordon教授文章中附註所提供的資料，再進一步查詢到更前階段的

是，Wikipedia版本裡，Droop Quota是 $[v/(s + 1)] + 1$ ，而沒有加1的版本是Hagenbach-Bischoff quota。但根據文獻記載，由於實際上操作是否加1效果差別不大，所以很多時候大家都將兩個公式混用而統稱Droop Quota。Wikipedia, Hagenbach-Bischoff Quota, http://en.wikipedia.org/wiki/Hagenbach-Bischoff_quota (last visited: 2012.03.08)。

²⁶ 以cumulative voting作為關鍵字搜尋WESTLAW資料庫的結果，標題中出現cumulative voting的文獻，在未設定時間下，搜尋子資料庫「US JOURNALS AND LAW REVIEWS」，只得到18篇文獻（搜尋時間2012年2月21日）。同時從搜尋結果中所呈現的，大多的討論集中在選舉法（公領域的政治性選舉）或其他領域中累積投票制的問題；涉及公司法的討論，則呈現出相對少數，而且很多都在1960年代之前。其中對解答本文疑問有直接幫助的，只有兩篇。

²⁷ Jeffrey Gordon, *Institutions as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting*, 94 COLUM. L. REV. 124 (1994).

²⁸ Bhagat Sanjai & James A. Brickley, *Cumulative Voting: The Value of Minority Shareholder Voting Rights*, 27 J. LAW & ECON. 339 (1984).

論著，發現大部分的學說論著在討論此一問題時，主要都參考一九五〇年代幾篇關鍵性著作，特別是當時哈佛大學Charles M. Williams教授關於這個問題的相關研究。²⁹因而，儘管文獻上面數量與年代分散造成一定困擾，但上述文獻，大體上，可以試著拼貼出一個概括的輪廓。以下本文將依循相關脈絡，綜合回答美國法上為何需要與利用累積投票制的問題。

一、累積投票制的歷史

對累積投票制的理解，完整的圖像，無法僅限於公司法內的討論。事實上，累積投票制是公司法向一般政治選舉制度學習而來；而在政治領域中，呈現出來的，其實是更複雜多元的規則制度。在政治選舉中，累積投票制其實只是一種從單純多數制衍生出來的變形，而利用不同的影響因素（相對多數當選或絕對多數當選、單一選區或複數席次選區、一票或複數票制、可否轉讓與否等），反應出來不同的選民結構、被選舉人數與選舉目的，及不同的政治意識形態，並藉由這些設計，以呼應並達到選舉所需要的民主價值。

政治領域裡，美國法上，最早開始使用累積投票制是由一八七〇年Illinois州開始。在當初的時候，Illinois州在眾議院選舉中面臨了一個令人困擾的問題：當時Illinois州的眾議員選舉生態，共和黨掌控了該州北邊多數選區的席次；相反的，該州南方的多數席次，

²⁹ 根據Gordon教授的說法，連同他自己，大多數美國文獻所同意並理解的累積投票制與straight voting，其實都參考Charles M. Williams教授1951年《Cumulative Voting for Directors》一書為主要依據。Gordon, *supra* note 27, at 142 n.44. 根據本文的查找，Charles M. Williams教授的1951年的《Cumulative Voting for Directors》在臺灣公開圖書館目錄中並沒有收藏；但另一篇Charles M. Williams教授的論文，則可以找得到。Charles M. Williams, *Cumulative Voting*, 33 HARV. BUS. REV. 108 (1955).

則由民主黨員所掌握。這樣的政治生態，長期下來造成了北方各個選區內的民主黨的支持民眾，一直無法選舉出能夠代表他們的眾議員，而南方各選區的共和黨選民，也因為區內多數的民眾支持民主黨，而結構性地淪為少數，一直無法選舉出能代表其聲音的眾議員。這種單一選區（single member district）——即一個選區只選出一個當選人——的選舉制度，使得該州北邊的民主黨選民與南方的共和黨選民，儘管可能在該選區內也有一定的人數，但受限於選舉制度的限制，長期無法跨越一半的門檻，而淪為制度性的少數，陷入長期無法選舉出適當的議員代表議事的狀態。同時，除了上述選民觀點的問題外，從議員的角度，該州所選出的共和黨議員，也因南方共和黨員的票永遠都是無用的票（waste votes），所以自然也只關心該州北邊選區共和黨員的意見，而有意或無意無視於該州南邊選區的共和黨員的聲音。相同的情況，也發生在民主黨員對於北邊選區內選民的情形。

在目睹此一結構的失調後，當時芝加哥論壇報編輯Joseph Medill 開始大力鼓吹，希望透過新的投票制，能打破選舉區或席次等設計上的不公，而給所有選民累積或移轉其投票權的權力，以避免因為上開設計上的問題，產生浪費票（waste votes）的問題。換言之，累積投票制在一開始，主要原因是希望能夠藉以達到比例代表（proportional representation）的結果，而不會變成過半者全拿。³⁰

³⁰ Gordon, *supra* note 27, at 142 n.44. 在該次的修憲會議中，主張引進累積投票制的代表依循John Stuart Mill的觀點，認為應該給予少數選民有一定代表發聲的權力（minority representation）。若非如此，該州共和黨的議員，就完全只聽命於北方選區的選民的聲音，而會自然而然地忽略南邊共和黨選民的聲音（因為該部分的選票不會被記入北方選舉區的有效票，但也不足以選出南方自己的議員），相同的，民主黨議員也只會聽命於南方的選民，而忽略北方民主黨員的意見，因此，為了讓南方的共和黨員與北方民主黨選民均有發聲

最後在一八七〇年中，Illinois州以修改州憲法的方式，要求就該州眾議員選舉，改採三名應選名額選區搭配累積投票制（cumulative voting in three member districts）的方式，以解決該州眾議院此一代表失衡的問題。最後，此一修憲案在許多不同意見與反對聲音中，於公民複決中勝出。³¹

同時，在該次修憲案中，支持累積投票制的意見認為，對於政治上少數選民保障的相同邏輯，也應該擴及到公司內少數股東的保護，特別是藉由給少數股東選上部分董事的權力，會有助於少數股東取得公司內的資訊，以避免股東被公司欺瞞的情形。因而以此為理由，一併要求該州公司內的董事選舉也採用累積投票制。³²最後

並影響議員的機會，因此主張使用累積投票制，以解決選區內浪費選票的問題。

31 累積投票制，最早在政治上的操作方式，通常是搭配「一選區複數應當選席次」或稱「複數選區」或「大選區」（multi-member districting），與多輪選舉制（run-off process）一起操作。前者，指的是一個選區有兩位以上的應當選名額，而每個選民可以有一張以上的選票（通常是與應當選名額數相同的投票數），選民可自由將數張選票集中在一個或少數幾個候選人上，以彰顯選民對某候選人的偏好度。而多輪選舉是在多席次的選舉中，通常會先設計一定的高低門檻，先將第一輪投票後通過高門檻的候選人宣布為當選後，再刪除掉部分未過低門檻的候選人，接下來將通過高門檻者，以高門檻所需票數計算後多餘剩下的選票，重新依照選民表達的第二喜好序分配給剩下的候選人，最後再以第二輪分配後的順序，將剩下的候選人搭配未填滿的席次重新決定剩餘席次的分配。通常會進行多輪次的計算，最後產生足夠數目通過高門檻的候選人。此即所謂Single Transferable Vote。而在STV中，高門檻（當選權數）的計算，通常即使用Droop Quota或Hare Quota，亦即，不管在第幾次的計算，候選人需要最後達到Droop Quota，才能當選。由於相關的投票與計算方式有諸多變形，所以具體操作方式也不見得都一定相同。詳細說明，請參見Wikipedia, Single Transferable Vote, http://en.wikipedia.org/wiki/Single_transferable_vote (last visited: 2012.03.08)。

32 關於歷史的部分，同時請參考Whitney Campbell, *The Origin and Growth of Cumulative Voting for Directors*, 10 BUS. LAW. 3, 3-5 (1955).

並獲得通過。³³

此一公司董事選舉強制採用累積投票的方式，後來逐步蔓延到其他各州。根據統計，在一八八〇年，美國共有七個州強制公司董事選舉採用累積投票制；到了一九〇〇年，共有十八個州強制採用累積投票制。³⁴但自此之後，由於數個重要的州開始採用「任意性的累積投票」（*permissive cumulative voting*），亦即讓各公司自由以章程決定是否採用累積投票制，而不再以強制的方式要求。³⁵因而從一九〇〇年之後，強制採用累積投票制的州數目即大體上維持穩定而不再成長，並從一九五〇年代開始逐步下降。³⁶

³³ Gordon, *supra* note 27, at 142 n.45. Illinois州的眾議院的累積投票制，後來於1980年被廢止。Michael E. Lewyn, *When Is Cumulative Voting Preferable to Single-Member Districting?*, 25 N.M. L. REV. 197, 206 (1995). (同時記錄根據其他評論者的觀察，此一廢止，大半是因為當時州民因議員大幅提高自己薪資自肥，而導致不滿，進而決定刪減眾議會席次。所以在席次減少的情況下，順便刪除了累積投票制。在刪除的過程中，並沒有對於累積投票制有過多反對或支持的討論)。廢止前，Illinois州的眾議院選舉，是非公司法領域中，美國唯一採用的累積投票制的例子。Stephen Bloch, *Cumulative Voting and the Religious Right: In the Best Interest of Democracy?*, 24 J. CONTEMP. L. 1, 6 (1998). 其他在一些特殊領域，例如市鎮內的教育委員會或小型社區，也有適用累積投票的例子。Wikipedia, *Cumulative Voting, History*, http://en.wikipedia.org/wiki/Cumulative_voting (last visited: 2012.03.08)。

³⁴ Gordon, *supra* note 27, at 144.

³⁵ 包括了New York (1892)、New Jersey (1900)，以及最重要的Delaware (1917)。Gordon, *supra* note 27, at 145.

³⁶ 在使用高峰期的1940年代，根據學者就2,900家公司進行的統計，大概有40%的公司使用累積投票制，其餘公司仍未使用。CHARLES M. WILLIAMS, *CUMULATIVE VOTING FOR DIRECTORS* 66-69 (1951). 但相關的數據一直下降，到1992年，根據Jeffrey Grodon教授針對Fortune 500公司所進行的調查，在有相關資料的395個公司中，只有14%的公司採用累積投票制。Gordon, *supra* note 27, at 160.

到了一九九二年的時候，只有六個州——Arizona、Kentucky、Nebraska、North Dakota、South Dakota、West Virginia——在公司董事選舉採用強制的累積投票制，其他有四十三個州與哥倫比亞特區（District of Columbia）採用任意性的累積投票制，而有一個——Massachusetts——完全不允許使用累積投票制。³⁷由於採用強制累積投票的六個州經濟上相對不具重要性，所以大體來說，可以相對清楚發現美國大多數各州對於公司董事選舉，從一九五〇年代之後均已採取開放的態度，由公司與董事自己去決定是否採用累積投票制；而重要的幾個州，則早在二十世紀初期，就已經放棄了強制累積投票制。或許這也部分說明了為何文獻上對此一問題出現的討論，數量相對稀少的情形。

進一步從歷史的脈絡來觀察，在任意性的邏輯下，二次戰後由於專業經理制度的興起，累積投票制開始逐步被許多公司放棄，轉而改回傳統的straight voting。³⁸但從理論的觀點，其實比較重要的，是為何任意性累積投票會成為主流？特別是，假如累積投票制真的有助於提昇少數股東的保障時，為何大多數的州還是傾向讓有些公司能夠不受此種規定的拘束？是累積投票制其實無法達到其所宣稱的效果，所以導致立法機關採取比較保守的態度？還是立法機關並不覺得保護少數股東有那麼重要？還是有其他原因？這個問題的回答，可能還是必須回到累積投票制到底是什麼與相對於什麼，才可能有比較清楚的瞭解。

³⁷ Gordon, *supra* note 27, at 145-146.

³⁸ Gordon, *supra* note 27, at 127. 根據文獻的紀錄，一般而言，在累積投票制興起後，董事選舉只有傳統的straight voting與累積投票兩種主要方式，Williams, *Cumulative Voting*, *supra* note 29; June A. Striegel, *Cumulative Voting, Yesterday and Today: The July, 1986 Amendments to Ohio's General Corporation Law*, 55 U. CIN. L. REV. 1265, 1265 (1987).

二、Straight voting是什麼，與累積投票制操作的邏輯

首先，關於什麼是straight voting的問題，根據Black's Law Dictionary的解釋，所謂的straight voting，也被稱為non cumulative voting，指的是「在公司董事選舉中，每個股東僅能就每個董事候選人，投下不多於其所持有股數的票數之選舉制度（a corporate voting system in which a shareholder is limited in board elections to voting no more than the number of shares that he or she owns for a single candidate）」。³⁹而根據Gordon教授的說明，所謂straight voting，指的是「就每一個個別的董事席位分別舉行投票（a separate contest is held for each board seat）」的選舉方式。在這種方式底下，每個席位被視為一場獨立的表決，基本上，每個席位由獲得過半數投票數支持的候選人當選；而假如有三人以上的候選人，又沒有取前兩名進行第二輪投票的規定的話，就由獲得最多票的候選人當選。⁴⁰另外參考Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations 的說法，所謂的straight voting，指的是「就每個董事空缺席位投下與股數相同票數的選舉制度（casting votes according to the number of shares held for each vacancy）」。⁴¹但仔細比較Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations的說法，假如在公司董事選舉中每股只有一個投票權的投票方式，根據本文前述舉例的推算，其實沒有達到所謂贏者全拿的效果。所以根據本文的判斷，從Jeffrey Gordon教授的表述方式來看，問題的答案能會有較清晰的圖像。

³⁹ BLACK'S LAW DICTIONARY (9th ed. 2009) (under "voting").

⁴⁰ Gordon, *supra* note 27, at 127 n.8.

⁴¹ FLETCHER CYCLOPEDIA OF THE LAW OF CORPORATIONS, 5 Fletcher Cyc. Corp. § 2048 (2012).

根據Jeffrey Gordon教授的說法，所謂的straight voting，其關鍵在於將每個董事席位個別舉行選舉來投票，在這樣的情況下，假如一個股東只持股40%，而對手股東若持股60%，則在這樣的設定下，假如每個董事席次分別當成一個一個議案表決投票，持股60%的股東是能以相對多數夠囊括所有董事席位的。⁴²而從Black's Law Dictionary的定義，大體上也可以推導得到類似效果。

相同的，Gordon教授著重在「分別選舉」這樣的說法，與本文之前所提出「票數是否乘以董事席次數」應為無關因素的試算觀察，基本上可以相互搭配。根據本文的論點，事實上，是否將股數乘以應選董事席位，其實對於選舉的結果，並不會產生影響；但是否「將每一個董事席位」當作一個獨立的議案選舉，則會產生差別。換言之，真正影響有不同結果的，在於將所有董事放在一起（當成一個議案、或放在一張選票）選舉而視應選席次取最高票的數名，或是將每一席董事當成一個獨立的選舉。在後者，控制過半或相對多數的股東集團可以囊括所有的董事席次，造成贏者全拿的情形；而在前者，由於少數股東假如能夠取得「總股數／（應選董事席次數+1）」以上的股數，就最少可以取得一席，並得依超過情形而取得更多的席次，不會僅因有過半控制股東集團的存在而一席都沒有。

⁴² 而參考美國電子資料庫近50年收藏的學術論著中的引述情況，相當程度上，這個問題在美國法上的明確根源，就直接依據來講，似乎有變成因歷史過於久遠而無法直接查考的問題。但就實體內容來看，從各種參考資料（及其引用的判例）中，可以發現不同的說法間，似乎比較多只是說明的內容方式或角度不同，但對所謂straight voting這件事的效用，並沒有過多的爭議。所以斟酌這樣的情況一起觀察，從效用的觀點，本文傾向以Gordon教授的說法為準，進行接續的討論。

所以根據本文的理解，在議案形態所造成的區別下，由於公司法本身並沒有對於公司董事的選舉應該一席一席當成個別的議案表決、還是全部放在一次選舉或一張選票中這件事情有規定，公司的控制股東（或多數股東）自然會傾向將個別席次分別表決，由過半數或最高票者當選；這樣，控制股東就可以控制全部的董事席位。所以為了避免控制股東「自然」採用個別席次分開表決的方式而達到「過半者全拿」的結果，支持「比例代表」的意見，就希望能透過法律的介入，允許少數股東可以在部分席次董事選舉中，將原本有的投票權，以保留的方式，「累積」到下一個席次的競選：詳細來說，假如某公司總共應選五席董事，分成五個議案，正常來說，少數股東在分成五次選舉的情況裡，一股本來可以投五次票，但五次個別的選舉裡，少數股東不論在絕對多數或相對多數的競爭中，都會贏不過多數股東，而每輪選舉輸掉的幾次不管票怎樣投（甚至是不投）都因為打不過多數股東都會變成無用的選票，所以就透過新的制度的設計，允許大家可以在某席次的選舉先不投，而將票「保留」到下次再投，最後一次再可以將之前所「累積」未使用之投票權集中統合使用，這樣，保留下來的票數就「累積」到下一個席次的表決，而少數股東累積一定未使用的票數後，相對就可以增加在下一輪選舉中，擊敗前幾輪選舉已經用掉其投票權的控制股東集團，進而獲得與其原本股權相呼應的比例的席位。

進一步說，本文認為我們現在看到直接以股數乘以應選席次數目的累積投票制，其實是從上面描述這種原型衍生出來的變化版。以上開情況為基礎，變化版認為既然每一輪的選舉投票權人可以選擇是否行使或保留其投票權而留到下一輪使用，所以為了計算的方便，乾脆一開始時就跟大家說每個人可以拿到「股數乘席次」的投票權數，然後這些投票權可以「集中或分散」給單一或數個候選人，以表達與前開未用票數流用相同的效果。在變化版下，假如公

司沒有將董事一席一席分開表決而是將所有董事放在一次選舉中由相對多數依序獲勝，自然沒有原先擔心的贏者全拿問題；相反的，即便公司表決的方式是一席一席當成分別議案表決，在變化版的制度裡，也可以透過票數的預先膨脹與集中使用、與使用後就不能在再下一個議案或表決中使用的設計（實質上等於是跨議案地行使投票權），而解決議案形態的問題。就實質意義上，等於是避免了公司藉由操作議案或表決形態的方式去創造由過半數者全拿的空間，而確保少數股東能在董事會裡，獲得與股權相當的比例代表。從這個觀點，我們現在所看到的累積投票制就獲得了合理的解釋：投票權數等於股份數乘以董事應選席位這件事其實並沒有意義，重點在於藉由「集中或分散」這樣的說法，表達了跨議案的累積數個議案投票權的權力。所以結論來說，假如能夠確保董事選舉全體席次一起表決（或一席一席分次選舉的禁止），就可以達到相同的效果。而乘以董事席次以表彰投票權只是表現出當初設計時思路的遺跡；效果上，並沒有獨立的意義。⁴³

⁴³ 本文對於straight voting，即便在試圖釐清相關意義後，對於中文上如何妥適貼切翻譯此一名詞，也仍有相當的不確定感。參考搜尋得到的文獻，國內近期對於straight voting，有出現過「直接投票制」的翻譯，請參見邵慶平，規範型態與公司治理模式的建構——累積投票制「變」與「不變」的省思與啓示（上），政大法學評論，88期，頁107以下，2005年12月；相同的中文翻譯也出現在2008年立法院公司法第198條修正案丁守中委員等24人之提案說明內，請參見立法院公報，97卷16期，頁60，2008年4月30日。另外，最近也出現過「連記制」的翻譯，請參見陳彥良，我國股份有限公司董事選舉制度之研析——德國法之啓示兼評大毅經營權爭奪案，成大法學，14期，2007年12月。由於「直接投票」之用與一定程度上可能會與間接或代理投票產生混淆，而「連記制」也無法從字面上表達一股一票個別選舉無法累積沿用的特質，所以本文傾向以英文直接稱呼；如一定需要中文翻譯的話，本文傾向使用「席次分別選舉制」當成straight voting的翻譯。如要堅持翻譯必須彰顯實質內容，或許或「單純多數制」也可以考慮。

三、比例分配 (proportional representation) 與贏者全拿

在討論累積投票與straight voting認識上的問題後，最後關於規範性的問題，亦即規範上公司法是否適當要求比例分配董事會席次，是本文希望最後能一併檢討的問題。

公司法是否需要鼓勵、甚至要求董事會席位以比例分配這個問題，在臺灣一直面對反覆的情況。關於這個問題，分析上，本文傾向認為應區分為兩個層次。首先，就政策方面，由不同的利弊分析出發，可以發現主張過半者全拿為合理的理由，主要是認為這樣可以增加經營權的集中與穩固，並避免董事會內部的分裂，進而導致公司業務窒礙難行。此一主張強調現代公司經營時效上的需要，認為董事會內過多的不同意見與因而所生的協調、溝通或折衝，對於公司經營上所需要的快速與機動有所衝突，⁴⁴其次，少數股東代表進入董事會，在極端的情況，也有洩漏公司機密的疑慮，甚而不無少數股東利用機會要脅公司經營階層而牟取私人利益（亦即所謂的green mail）的情況。⁴⁵最後，現代大型公司裡，反對的少數股東有相對容易的退場管道，可以藉由公開市場賣出其股份而取回其投

⁴⁴ Gordon, *supra* note 27, at 167 (認為過多的不同意見，將會使得董事會變成「辯論的場所 (a debating forum)」)。

⁴⁵ 關於少數股東的投機行為，是美國法上1950年代立法政策轉彎一個相當重要的討論。相關討論可參見Ralph E. Axley, *The Case Against Cumulative Voting*, 1950 WIS. L. REV. 278, 283; Herbert F. Sturdy, *Mandatory Cumulative Voting: An Anachronism*, 16 BUS. LAW. 550, 550-51 (1961); Williams, *Cumulative Voting*, *supra* note 29, at 108, 112. 但認為累積投票仍有其價值者，請參見，Charles W. Steadman & George D. Gibson, *Should Cumulative Voting for Directors Be Mandatory? A Debate*, 10 BUS. LAW. 9, 16-17 (1955); John G. Sobieski, *In Support of Cumulative Voting*, 15 BUS. LAW. 316, 316 (1960)。關於90年代案例的介紹，可參見Gordon, *supra* note 27, at 163 n.146.

資，甚至造成股價下跌進而懲罰無效率的經營階層。⁴⁶所以在已有補救機制的情況下，沒有理由一定要給少數股東董事會代表的席次；特別是當經理階層獲得多數股東支持而有控制股權的情況。

而支持比例代表的意見，則認為給少數股東部分董事會的席次，有提升少數股東監督公司控制派的能力。同時，這樣的權限將有助於董事會內帶入不同的意見，增加決策的正確性。最後，這樣也會有鼓勵有一定資力的投資者進入公司而成為少數股東的效果，進而增加股份的投資價值，連帶提升股票價格。⁴⁷

相對於臺灣立法上強調少數股東的監督權，本文認為事實上要求給少數股東代表席位，並不見得有想像中的說服力（最少就現今的時空背景下來看並不如一九六〇年代時首次累積投票制立法時般有說服力）。分析上，就邏輯而言，少數股東的代表進入董事會，所帶來的究竟是意見的多元周詳、還是機會主義的勒索或內耗，其實完全視少數股東目的而異，立法上，無法從事前的觀點，得出何者較為可能的判斷。而少數代表所帶來的是過度無謂的監督而拖累公司效率、還是有益的適當監督，其實也是完全視少數股東所支持的代表在董事會內的表現而定，從事前的觀點兩者均一樣地可能。所以取捨上，撇除兩個相同可能的正負因素，結論可能還是要取決於「控制市場／資本市場的選擇」與「允許少數股東進入董事會所造成的買壓」兩點而定。

⁴⁶ 相反的說法，是少數股東本來也就可以在公開市場上收購股份以獲得控制地位成為控制股東；對董事會的完全控制本來就是控制股東的「紅利」。

⁴⁷ 這種情況對於一定股數的投資人特別有意義。舉例來說，在公開市場買入一個上市公司3%的股權，該筆投資數量上不見得在市場上容易脫手，但金額上又可能已經到達相當的數量，足以正當化投資人更積極監督的要求。此時，給此類投資人有進入董事會的可能，就會對這類投資人有吸引力。

第一點，假如我國所謂惡意併購與控制市場（market of control）還不如想像中普遍或通行，或許給董事會太多的獨斷權限，在相對欠缺市場制約下，是過於冒險的決定。相反的，對少數股東而言，假如在高度發展的資本市場中，提供了更多更容易的退場機制（market out），這樣一方面可能是對大股東控制的董事會更有效的監督，同時，在濫用的情況下被大股東控制整個董事會所造成的傷害，也就相對不會那麼大。從這點看，假如臺灣市場的深度廣度不如想像中令人滿意，或許給少數股東一個事前參與的機會，會是一個補償性的作法。⁴⁸從這幾個觀點，比例代表可以增加董事會內部的壓力，也可以給少數股東一些流動性不足的補償，或許在臺灣的情況下，有支持的理由。

第二點，從允許少數股東進入董事會，相對於贏者全拿，事實上對於外部人進入公司取得股權，是有更高的誘因；所以從鼓勵少數股東進入、進而墊高股票價值，也是比例代表較為值得肯定。但最後，本文對於累積投票制，在公司法上應用所表彰的比例代表的想法，還是有兩點保留。

首先，儘管前述理由，本文對於所謂比例代表所能達成的功效，仍有一定懷疑：畢竟，在假如控制股東並無違法的情況，少數股東就算透過完美的比例代表的選舉，取得相對應的席次，還是最後會在董事會階段的表決輸給控制股東集團，所以事實上給少數股東董事會的少數席次，其實對於最後結論並沒有太大的影響。因而，過度誇大比例代表的效用，可能是理解上的錯誤。

其次，有無適用累積投票，其實另一個差別在於聯盟的形成在選董事之前或選董事之後。假如適用straight voting，股東間可能就

⁴⁸ 相同的論理也適用在董事忠實義務或受託義務的執行、因法院效率或其他因素不彰所導致的少數股東保護不足的情況。

必須在選舉前，就形成一個穩定的多數，而由這個多數控制全部的董事會席次；但相對的，在使用累積投票制的情況下，很有可能每個股東集團都能選上部分董事，因而，所有的談判與結盟行為就可以拖延到董事會的階段，甚至是不穩定與隨個案變化的狀態。而談判與聯盟都需要交易成本，假如從這個觀點，事實上將結盟的動作強制在董事選舉前一次完成，可能會比在董事會階段依照個案討論或變化來得有效率些；而這樣的情況，去設想假如董事分成三派或甚至四派以上，會出現如何的複雜組合與不穩定，就可以清楚瞭解。⁴⁹

最後除了累積投票制的規範性評估，施程序上，對於強制施行與任意適用間的問題，可能還有一些需要注意的地方。基本上，本文對於「由於是否使用累積投票以達到比例代表，是視公司與股東性質而有不同的結果，所以適當的觀點應該是將相關決定開放，

⁴⁹ Grodon教授在這個問題上的觀點，是認為實施累積投票與否，對於股東利益到底是產生正面或負面的影響，並無法從理論上確定。一部分原因，是因為單純實施累積投票制與否，必須搭配一些其他的因素，才能對最後的股東利益有所影響。相對來說，實施累積投票制，可能會有助於委託書爭奪的情況的發生；同時對於反對股東來說，有累積投票制的情況下，反對股東最少還可能可以獲得一些董事會的席位，就算沒有獲得過半數股東的支持。因而，可以合理推測有累積投票的公司，可能會有更多的代表少數股東的董事與委託書爭奪的情形。然而，有更多的委託書爭奪，是否能真的等於股東整體利益的增加，卻是一個相對不確定的問題。因為委託書爭奪，可能會造成公司內部經營的不穩定、經營方針的變化，或是決策速度的變慢，甚至是少數股東藉由董事會的參與而杯葛或勒索公司、導致原有公司獲利狀況的下降。當然，委託書爭奪也可能伴隨之後的收購（takeover）或經營權變換（change of management），有時分別也會有溢價買入原有股東股份或汰換不適任經理人等情況，理論上都會產生對股東整體利益的正面效果。因而，累積投票制本身採行與否，對股東整體利益的影響，由於涉及其他相關的變數，顯然無法單就此一面向有所一定結論。因果關係上，並無法獲致明確的結論。Gordon, *supra* note 27, at 154.

由公司自己本諸各自的需求自由去決定」這樣的說法，感到一定的不確定。當然，契約論（contractarianism）的觀點在一九八〇年代以後成為公司法的主流（最少是美國公司法），影響力與解釋力均深入廣泛。⁵⁰但此一普遍的觀點，在遇到累積投票制的時候，根據本文的想法，很可能剛好是一個不恰當的組合。首先，契約論邏輯上本於私法自治，鼓勵公司的關係人——特別是股東們——自己去選擇與解決公司的大多數事項；而所謂的自治，在公司法的適用下，通常是允許公司選擇與公司法典所提供的標準設定（default rule）不同的規定。但在這邊值得注意的是，所謂的「公司」選擇，究其實質，最後還是章程決定；而章程決定，實質上還是適用品股東多數表決制，由多數或控制股東決定。這樣的情形，適用在允許自由選擇累積投票制的情況下，非常矛盾地，剛好就與累積投票所希望達到的少數參與有所違背。

簡單來說，此種允許公司自行選擇決定的情況，在實際的操作下，當控制股東對於絕對的控制有高度偏好的時候，其實控制股東就可以任意在自己高興的時候，透過修改章程，取消累積投票制而在董事會達到完全排除少數股東代表的目的（就如同之前我們所提到的臺灣幾個採用全額連記法的例子）。⁵¹所以就結論來說，讓公司自己得以章程的方式選擇適用或不適用累積投票制，其實就是放

⁵⁰ See generally, FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW (1991). 不過需要注意的是，在頁63-64，Easterbrook與Fischel兩位教授對於累積投票的想法基本上是相當消極的，他們主要的想法是：既然現實上，既然投票權本身都是可以協議而消失的（很多特別股股東根本沒有投票權或有的只是部分投票權），那有投票權的少數股東選董事的權利甚至指派代表進入董事會的權利，自然也沒有不可消失的理由。同時，他們的討論也經常涉及到少數股東把持的問題。參考頁72-74。

⁵¹ 請參考前註20相關臺灣新聞報導文章。

任過三分之二的股東決定要不要將一些董事席次讓給少數股東一樣。說的直白一些，這樣的任意適用，與放任一樣是一百公分高的小孩跟猩猩打架，有類似的效果：表面上可能是類似高度的哺乳類動物間的競賽，但實質上，很難是真正公平或均等。所以本文認為立法政策上，假如確認比例代表的實質意義，就一定得要強制適用。在控制股東集團對於控制權有極高的依賴度時，任意適用其實就等於不適用；或者說，比例代表就變成是控制股東給少數股東的施捨或恩賜，而不是真正開放中立一半公司適用一半公司不適用的均數情況。換言之，這樣的立法上既不是中間值，也不是真正的中立。⁵²

柒、結 論

公司法上對於董事選舉採用累積投票制，其實相當程度，根據Gordon教授的說法，是一個「路徑依循下的歷史異象（path-dependent historical oddity）」。⁵³從本文的介紹可以發現，與繁複的政治選舉制度相同，依循著類似的學習模式，公司法中關於董事的選舉其實有更多的可能性。當然，不同的可能性所也對應出不同的目的，與利益結構。論述上，本文在分析累積投票的試算案例

⁵² 不過本文就這個問題的質疑，只是從立法技術與理論分析理解上的質疑。換言之，這樣的質疑並不等於本文對於「比例代表」這件事規範上的支持。或許，比較準確的說法，本文對於「比例代表」這件事實際上能達到多少效果，基本上仍有一定疑問。而這樣的推論，是加上一些猜測性的、比例代表所帶來的好處（像是補充性的監督機制，與對股權收購的興趣的正面影響）後，所得出的結論，其微調或測試，可能還要對本土的相關案例進行更多更全面性的實證檢查，或許才能有更清晰的證據予以支持。這也是本文後續所希望完成的研究。

⁵³ Gordon, *supra* note 27, at 142.

後，發現是否將投票權數依應選席位擴張或給予與應選出董事數相同之選舉權，似乎並不如預先所假設般，對於少數股東的董事會代表權限有增強的功效。在發現此一現象後，本文進而推導回去思考該一規定的目的究竟為何，與此一悖離現象的原因。

在確認股權集中與少數股東間是否能協調後集體行動才是少數股東取得一定董事席位的關鍵後，本文認為臺灣公司法第一九八條規定，在設計上長期出現了無用的「乘以應選董事席次」規定，而忽略了真正的重心在於對選舉議案形態的規制：就達到相同結果的各手段間，只要我們能確保公司在董事選舉回到一般表決制度時不將董事選舉以個別議案分列採分別多數表決的方式處理，其實就能達到完全的結果。從這樣的觀點，在要求投票權在董監選舉中流用的方式下，其實是否有依照現行累積投票制將投票權依應選席位膨脹，並沒有特別的意義。

另外就目的論而言，累積投票制強化少數股東代表權此一目標，本文也認為現行規定其實並沒有選擇一個真正明確的手段，反而採取了迂迴的道路。首先，累積投票制，其實所代表的是所謂的比例代表的觀念。但從利益結構的觀點，比例代表制在公司法的領域裡，真的來說，並不是現代意義下小股東或投資人的保護，而比較是股東間的平衡（特別是有一定持股而能力選上一席的股東與其他更大的股東間）。換個方式說，這邊保護的「少數股東」或「小股東」，是非常特定類型的小股東——亦即，需要有一定持股比率及能力去接近（用自己的力量或集合幾個股東以達成）**Droop Quota**的股東——而不是想像中真正虛弱而需要無微不至的關心的小股東。因而以累積投票制保障少數股東的說法，在多大的程度上有其意義，就變成一個令人疑惑的問題。

其次，假如比例代表或保障少數股東的目標是立法者真的希望的，其實我們可以將重心移轉至各種更為直接的規定：像是禁止董

事選舉採用非比例性選舉的投票方式（如同二〇一一年十二月公司法第一九八條修正後所呈現的樣貌即為一例）、發展出其他強化少數股東團結的代理機制與委託書的中立委託機關（例如現行官方輔導成立的臺灣總合股務資料處理股份有限公司所提供的受委託擔任徵求委託書人與通訊投票平臺），甚或是比較激烈的直接對大股東就人事部分進行門檻性的投票限制或保留席位給少數股東（例如獨立董事、或是變形的勞工董事）等等。然而，這些手段的行使相當程度上固然有保障少數股東代表權限的效果，但同時也無法排除對經營效率的負面效果與股東間相互對峙的疑慮。因而，現行公司法第一九八條的規定，一方面可能需要在目的上進行更全面的辯論，同時在選擇手段與替代性的設計上，也仍有進一步思索的可能。

但正如同大部分的法律，公司法上的累積投票制，在歷史依循與移植的過程中，隨著年代的久遠與轉手間的折損而留下許多瑕疵與不明之處，但或許透過更多的提問、比較法的考察、分析與整理，我們可以有更多質疑的空間與辯論。而這些懷疑，不管是否正確或其效度，都會是更進一步接近真實與適當規範的必要通道。

參考文獻

一、中 文

1. 王文宇，公司法論，3版，2006。
Wang, Wen-Yeu, Corporation Law, 3d ed., 2006.
2. 柯芳枝，公司法論（下），增訂5版，2003。
Ke, Fang-Jhih, Corporation Law (II), 5th ed., 2003.
3. 施智謀，公司法，1991。
Shi, Zhi-Mou, Corporation Law, 1991.
4. 鄭玉波，公司法，5版，1978。
Cheng, Yu-Po, Company Law, 5th ed., 1978.
5. 劉連煜，現代公司法，增訂2版，2007。
Liu, Len-Yu, Modern Corporate Law, 2d ed., 2007.
6. 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107-150，2005。
Shao, Ching-Ping, Regulatory Models and the Construction of Corporate Governance Regimes—Implications of Variations and Invariability in Cumulative Voting (I), Chengchi Law Review, no. 88, pp. 107-150, 2006.
7. 陳彥良，我國股份有限公司董事選舉制度之研析——德國法之啟示兼評大毅經營權爭奪案，成大法學，14期，頁1-53，2007。
Chen, Yen-Liang, A Study on the Institution of Voting Mechanism of Management Board—In Light of German Law and the Case of Da-I Technology Co. Ltd., Cheng Kung Law Review, no. 14, pp. 1-53, 2007.

二、英 文

1. ALLEN, WILLIAM & KRAAKMAN, REINIER, COMMENTARIES AND CASES ON THE LAW OF BUSINESS ORGANIZATION (2003).
2. Axley, Ralph E., *The Case Against Cumulative Voting*, 1950 WIS. L. REV. 278 (1950).

3. Bloch, Stephen, *Cumulative Voting and the Religious Right: In the Best Interest of democracy?*, 24 J. CONTEMP. L. 1 (1998).
4. Campbell, Whitney, *The Origin and Growth of Cumulative Voting for Directors*, 10 BUS. LAW. 3 (1955).
5. DROOP, HENRY RICHMOND, BLACK'S LAW DICTIONARY (9th ed. 2009).
6. EASTERBROOK, FRANK H. & FISCHEL, DANIEL R., THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW (1991).
7. EISENBERG, MELVIN ARON & COX, JAMES D., CORPORATIONS AND OTHER BUSINESS ORGANIZATIONS—CASES AND MATERIALS (10th ed. 2011).
8. FLETCHER CYCLOPEDIA OF THE LAW OF CORPORATIONS (2012).
9. Gerstenberg, Charles W., *The Mathematics of Cumulative Voting*, 9 J. ACCT. 177 (1910).
10. Glasser, Gerald J., *Game Theory and Cumulative Voting for Corporate Directors*, 5 MANAGEMENT SCIENCE 151 (1959).
11. Glazer, Amihai, et al., *Amihai, Cumulative Voting in Corporate Elections: Introducing Strategy into the Equation*, 35 S.C.L. REV. 295 (1984).
12. Gordon, Jeffrey, *Institutions as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting*, 94 COLUM. L. REV. 124 (1994).
13. Lewyn, Michael E., *When Is Cumulative Voting Preferable to Single-Member Districting?*, 25 N.M. L. REV. 197 (1995).
14. Sanjai, Bhagat & Brickley, James A., *Cumulative Voting: The Value of Minority Shareholder Voting Rights*, 27 J. LAW & ECON. 339 (1984).
15. Sobieski, John G., *In Support of Cumulative Voting*, 15 BUS. LAW. 316 (1960).
16. Steadman, Charles W. & Gibson, George D., *Should Cumulative Voting for Directors Be Mandatory? A Debate*, 10 BUS. LAW. 9 (1955).
17. Striegel, June A., *Cumulative Voting, Yesterday and Today: The July, 1986 Amendments to Ohio's General Corporation Law*, 55 U. CIN. L. REV. 1265 (1987).
18. Sturdy, Herbert F., *Mandatory Cumulative Voting: An Anachronism*, 16 BUS. LAW. 550 (1961).
19. WILLIAMS, CHARLES M., CUMULATIVE VOTING FOR DIRECTORS (1951).
20. Williams, Charles M., *Cumulative Voting*, 33 HARV. BUS. REV. 108 (1955).

A Suspicious Case of Cumulative Voting

Chien-Chung Lin*

Abstract

Cumulative voting has been a point of confusion in corporate law, from both the logical and pedagogical perspectives. According to the current rule in Taiwan, cumulative voting is required for all directorial elections, which need to multiply the number of shares to the seats of director to be elected and get the total votes for each shareholder. However, how the unique way of voting creates the promised effect of “providing better protection to minority shareholders, by giving them a better chance of having their representation on board,” is still unclear.

This study first uses hypothetical models with sets of variables to simulate scenarios that might happen in real-world situations to see how the cumulative voting system works. Surprisingly, these simulations do not produce results corresponding to the assertion of “to better protect minority shareholders.” Even worse, multiplying the number of shares to the seats to be elected indeed makes the traditional one-share-one-vote system more complex and imposes an extra burden in implementing voting strategy. To answer why the current system persists, this article goes back to the early literature in the United States. By cross-

* Assistant Professor of Law, National Chiao-Tung University, Taiwan; S. J. D. University of Pennsylvania Law School, U.S.A.

Received: March 8, 2012; accepted: September 20, 2012

checking the historical roots and later developments of cumulative voting, the study arrives at an explanation that both answers to the current system and at the same time affirms the main thesis of this study: to multiply shares with seats to be elected is only a useless tail in its historical development; the key to better protection of minority shareholders is the way an election is held, not the number of votes issued.

Keywords: Company Law, Cumulative Voting, Straight Voting, Proportional Representation, Droop Quota, Winner Takes All, Minority Oppression