

# 台灣獨立董事制度實證研究

學生：蘇泉仲

指導教授：林建中 教授

國立交通大學科技法律研究所碩士班

## 摘要

我國於 2002 年以促進公司治理之由，自上市上櫃規則中引進了獨立董事制度，強制新上市上櫃之公司，必須設置獨立董事。而法律上正式明文規定獨立董事，係至 2006 年始於證券交易法中增修，且依據該法之授權，主管機關得要求特定公司設置獨立董事等制度。主管機關於授權法規訂定後，也快速地發布了「公開發行公司應設置獨立董事適用範圍」。故架構上，我國之制度係屬部分自由適用，部分強制適用的模式。

我國設計的獨立董事架構，不論是過程或實質內容，均與美國的獨立董事制度有所差距。美國獨立董事的發展歷程，是透過多重因素的影響，自然發展而成。其中重要的因素，包括有董事會監督地位的鞏固、司法的力量、股東價值最大化主義等。而我國探討獨立董事之設置趨勢之研究，尤其針對影響獨立董事設置因子之研究，比較起美國對於此類的研究，在質量上仍有相對不足之處。

因此，本論文將以實證數據分析為中心，從受規範公司之設置狀況，來探討我國引進獨立董事制度後的成果。結構上，本文首先自美國發展獨立董事之演進開始，藉由相關的討論與歷史發展，以瞭解美國對於獨立董事制度之更迭，以及此一制度如何成為促進股東價值之主要機制之一的過程。其次於實證調查部分，本文透過蒐集我國上市公司之公開資訊，描繪出上市公司實施獨立董事制度之現狀，並依照相關調查的結果，嘗試分析影響設置獨立董事之因子，以做為未來施政策略之參考與建議。

# Empirical Study on the Implementation of Independent Director System in Taiwan

Student: Chuan-Chung Su

Advisor: Dr. Chien-Chung Lin

Institute of Technology Law  
National Chiao Tung University

## ABSTRACT

Taiwanese government introduced the US-originated "Independent Directors" system in 2002, in order to enhance the corporate governance in Taiwan. The first mandatory rule appeared in the listing rules of Taiwan Stock Exchange and Over-the-Counter Market, requiring new listing corporations in both stock exchanges to appoint independent directors. After the amendment of Securities Exchange Act in 2006, which officially incorporated the system into the statute, in accordance with the authorization from the Act, Financial Supervisory Commission issued a rule requiring certain public-traded companies (mostly large capital or financial company) to appoint independent directors on their boards. Taiwanese government created a mixed structure in which most companies are free to adapt the system; meanwhile certain companies are mandated to do so.

The path of development of independent director mechanism in Taiwan is different from that of the US. The US system has encountered various historical events and change of thought, such as a monitoring board restatement, judicial support for the implementation of independent directors, and shareholder value maximization, etc. All these events pushed independent director to be a major component in the corporate governance in the United States as it is today. Those differences aside, few studies have been done, especially about the factors that contributed to the implementation and the use of this new mechanism in Taiwan.

The thesis starts with the evolution of the US system with the intention of looking at how certain situations spurred the system to grow in the past. It then continues to analyze the data of the implementation of the system in Taiwan, in order to find factors that affect the distribution of the system. With the extensive data analysis, the thesis aims at providing further directions for later corporate governance policy adjustment.

## 誌 謝

只是轉瞬，在交大的八年歲月已經過去。

從化學的背景，毅然決然地轉換跑道至科法所，對我來說並不是困難的抉擇。是一股年輕的衝勁，讓我願意放棄四年的一切，轉身面對另一片未知的天空。我知道這需要勇氣。

我也知道，不這麼一試，我只能想像，我嚮往的那另一片天空，是否同我的想像，如此斑斕。

也許建中老師加入科法所行列是個巧合吧，商事法一直是我所期待踏入的領域，主因是過去我在德商巴斯夫所參與的創投工作。建中老師對於商事法的熱誠與學識淵博，真正為我開啟我對商事法的興趣，是我在科法所四年中最大的收穫。所謂興趣絕非說說而已，除了上過所有建中老師至今獨自開設的課程外，過去我從未積極參與研討會，到第四年自己報名參加「金融法制改革國際研討會」而巧合在會場中碰見老師，對我自己來說，這是很有意義的成長。

沒有建中老師，本論文永遠沒有完成的一天，感謝老師一路以來的照顧與包容，謝謝老師！

志潔老師可以說是我的英美法啟蒙。從尚未進入科法所前，老師已經鼓勵我參與法學雜誌編輯的課程，那是我第一次這麼大量閱讀法學相關的文獻，以及 Bluebook。而美國刑法，對於一個科技組的碩一學生著實不是件簡單的差事，大量閱讀美國法院的判決，也是從這時開始，更是第一次接觸複雜的州法系統。志潔老師的帶領，是我在英美法中站穩腳步的最大助力，謝謝老師，以及老師貢獻於法學教育的熱情！

交大科法所是最重要的平台。雖然一切的一切，在招生宣傳中都已提及：最棒的老師、最好的學習環境、最創新的課程、最好的學生組成等等。只有在真正加入科法所後，我才能體認，科法所的確就是如此架構起來的，幫助我順利踏入法律的領域，並且成長。

謝謝各位在科法所的朋友這四年來的陪伴，我相信我們不是只有在科法所的四年相聚而已。所以，請記得在每年的一月，留意你們的 email。

最後，我的家人，是你們容任我恣意地踏入一片未知的領域，並且給予我最大的自由，來拓展充滿無限可能的人生。我很高興能和你們分享完成論文的喜悅，希望我們帶著這份喜悅，一起繼續下去，你們是我最重要的力量。謝謝你們！

我很幸運，新的這一片天空，掛有一抹斑斕的未來。

To all my dear friends who have been so supportive all the way, I thank you so very much. I specifically wrote this part because you guys are just better in English. Yeah I almost feel jealous sometimes.

Erika, you know you have to be in the top of my thank-you list. We have formed this English-oriented team since the first year along with Jay. But beyond that, we took the cram school courses together, also other overloaded courses in the last 2 years. Couldn't have done this without you, thank you so much! We will visit El Salvador one day I promise.

DF, thank you for your fully support even you were so far away in the UK. The library is so helpful even though I didn't get a chance to visit when I was in Manchester. Thank you for the helpful and prompt translations and proofreading when I was freaking out. Oh, by the way, thank you so much for being such a decent guide when I escaped to Europe last year. (Also to Phoebe in Germany and myself being such a great companion. True story.)

Dr. Knut Eichler, I would write this thank-you note in German if I have been continuous improving my German. Working for you in BASF for almost 4 years is my best working experience I could ever ask. The experience has expanded my vision since I was hired in college. In fact, you are one of the reasons why I pursued the alternative path. I have always admired your achievement. And it will be my honor to work with you in the future if that's possible.

Craig

# 目 錄

<u>第一章、導論</u>	<u>1</u>
1.1.    獨立董事背景介紹	1
1.2.    問題意識與論文架構	2
<u>第二章、獨立董事的發展：美國與台灣的經驗</u>	<u>4</u>
2.1.    美國獨立董事發展的歷史進程	5
2.1.1.    董事會定位：諮詢、還是監督？	5
2.1.2.    前期：諮詢性董事會之沒落	8
2.1.3.    中期：監督性董事會的興起與定位	12
2.1.4.    近期發展	20
2.1.5.    董事獨立性之促進機制	22
2.1.6.    獨立性標準及相關規定	22
2.1.7.    董事會分工機制	25
2.2.    台灣獨立董事制度法制面之發展	27
2.2.1.    公司治理原則	27
2.2.2.    獨立董事制度之法源基礎與發展	29
2.2.3.    獨立董事之選任方式與其職權	36
2.2.4.    主管機關推動獨立董事制度之措施	40
2.3.    審計委員會的法制與發展	43
2.3.1.    審計委員會之組成與權力範圍	43

2.3.2. 監察人規定適用問題	48
2.4. 修法後實務發展：主管機關推動的措施	50
2.5. 小結	58
<b>第三章、實證數據之分析</b>	<b>61</b>
3.1. 2005 年及 2009 年獨立董事設置分析	61
3.1.1. 設置情形總覽	61
3.1.2. 設置自願性分析	62
3.1.3. 自願設置後放棄之情形分析	64
3.2. 依產業別分析獨立董事之設置	65
3.2.1. 產業分類簡表分析	67
3.2.2. 傳統產業自願強制設置詳表	69
3.2.3. 新興產業自願性設置詳表	71
3.2.4. 依產業別分析審計委員會	74
3.3. 依資本額分析獨立董事之設置	77
3.3.1. 依資本額分析審計委員會之設置趨勢	80
3.4. 依董事會中獨立董事席次比例組成分析	81
3.4.1. 依獨立董事席次比例分析審計委員會	82
3.4.2. 獨立董事席次比例不足 20%組	85
3.4.3. 獨立董事席次比例占 20~35%組	86
3.4.4. 獨立董事席次比例占 35~50%組	88
3.4.5. 獨立董事席次比例占 50%以上組	91

3.5. 依設置海外存託憑證分析	94
3.6. 小結	100
<b>第四章、結論與建議</b>	<b>104</b>
4.1. 獨立董事的現在與未來	104
4.2. 後續研究之建議與議題之觀察	106
<b>參考文獻</b>	<b>110</b>



## 圖目錄

圖表 A 美國 1950 年至 2005 年之公司董事會比例組成變化圖 ..... 7

圖表 B 證交法第十四條之二與之四增訂後公司架構圖 ..... 36

## 表目錄

表格 1 審計委員會及其獨立董事成員之權力重複表 ..... 49

表格 2 審計委員會及其獨立董事成員之規定重複準用彙整表 ..... 50

表格 3 獨立董事設置總覽表 ..... 61

表格 4 獨立董事設置自願性分析表 ..... 62

表格 5 獨立董事自願性進階分析表 ..... 64

表格 6 獨立董事設置產業別分析表 ..... 66

表格 7 獨立董事之產業簡表分析表 ..... 68

表格 8 傳統產業自願性設置表 ..... 69

表格 9 新興產業自願性設置表 ..... 72

表格 10 傳統、新興產業標準差比較表 ..... 73

表格 11 依產業別分析審計委員會設置表 ..... 76

表格 12 審計委員會之產業簡表分析表 ..... 76

表格 13 獨立董事設置資本額級距總覽表 ..... 77

表格 14 依自願性分析資本額級別表 ..... 79

表格 15 審計委員會設置資本額級距總覽表 ..... 80

表格 16 公司設置獨立董事席次比例總覽 ..... 82

表格 17 公司設置審計委員會之獨立董事席次比例總覽 .....	83
表格 18 2009 年設置審計委員會之上市公司詳表 .....	84
表格 19 2009 年設置獨立董事與設置審計委員會公司董事席次比較表 .....	84
表格 20 「不足 20%」組詳表.....	85
表格 21 「20~35%」組詳表(1).....	86
表格 22 「20~35%」組詳表(2).....	86
表格 23 「35~50%」組詳表 .....	88
表格 24 「50%以上」組詳表.....	92
表格 25 美國存託憑證類型表.....	96
表格 26 發行海外存託憑證公司之獨立董事設置分析表 .....	98
表格 27 2009 年發行海外存託憑證公司之獨立董事設置自願性分析表 .....	98
表格 28 2009 年發行海外存託憑證公司之審計委員會設置分析表 .....	98
表格 29 以各證交所上市發行公司之獨立董事設置分析表.....	99

# 第一章、導論

## 1.1. 獨立董事背景介紹

我國正式引進獨立董事制度，係於 2002 年，修改證交所上市規則開始。證券主管機關強制 2002 年後新上市上櫃之公司，須設置獨立董事，否則不准上市或上櫃。當時本制度雖未有法律直接授權，但實際上已對上市公司產生了實質的拘束效力。從這個觀點，台灣引進獨立董事制度至今可說已累積有相當時間。但是，引進獨立董事制度的原因與成效，仍有進一步探究的必要。

從次一年的「強化公司治理政策綱領」的發布可以看出，我國主管機關認為獨立董事之設置，是強化公司治理機制之一環，同時並認為上市公司應循序建立起獨立董事制度<sup>1</sup>。然而直至 2006 年，正式於證券交易法之第十四條之二明文化後，我國對於獨立董事制度的定位，始逐漸清晰。2006 年修正的證券交易法第十四之二條明白揭示，獨立董事亦是董事；但獨立董事比起一般董事，增加了資格限制，並設有獨立性與專業性的要求。同時在該次修正，主管機關被授權有強制特定依證券交易法發行有價證券之公司設置獨立董事的權限。但值得注意的是，即便依照證券交易法設置獨立董事，依照證券交易法之第十四條之二的規定，並不影響公司董事會之基本結構；亦即，實施獨立董事制度的公司，仍有董事會與監察人之結構存在。此外就獨立董事的職權，雖然證交法第十四條之三規定了一些獨立董事之職權，但依本條實際應用的結果，其職權之範圍，實際增加的部分，僅及於針對重大議案之反對或保留意見紀錄權。

但於 2006 年修法時，於證券交易法第十四條之四同時引進之「審計委員會」，該法條之目的則非常明顯，要求公開發行公司，必須自監察人與審計委員會間擇一，以負責公司之監督。這也同時宣示，我國正式引進單一董事會之設計，而實施審計委員會，則會實質改變了公司董事會生態。詳言之，審計委員會為監督之機關，並

<sup>1</sup> 行政院改革公司治理專案小組，強化公司治理政策綱領暨行動方案（下稱「公司治理行動方案」），頁 6（2003 年），available at [http://www.twse.com.tw/ch/listed/governance/download/cg\\_02\\_c03.doc](http://www.twse.com.tw/ch/listed/governance/download/cg_02_c03.doc) (last visited May 10, 2010).

且董事會中的獨立董事，為當然審計委員會之成員，職權規定於同法第十四條之五。本條之職權規定，不似第十四條之三，是有實質效力的：審計委員會針對重大議案做出之決定，如董事會欲推翻之，必須依重大決議方式推翻。而法條中亦授權主管機關，得強制特定依證券交易法發行有價證券之公司設置審計委員會，只是主管機關至今仍未實施任何強制手段。

所以我國之獨立董事定位，既帶有監督的意味，資格卻是董事，在傳統雙軌制的架構底下，表面上將認為獨立董事的職權與監察人之地位產生重疊，法律上或有釐清的必要。而審計委員會的設計，是引進英美法下之單一董事會架構，但是法律意義上是否與英美法下的審計委員會相同？

美國的獨立董事發展，是伴隨著其公司法制發展而來的。起初並無獨立董事一詞，對於董事會而言，只分成內部董事與外部董事，並非如我國公司法制上採用之二元制，有法定常設的監察人。而當時的美國公司，經營是以專業經理人（也就是執行長）為主體，並非董事會，董事會的地位是類似諮詢之機關。而隨著歷史的演進，這樣的經營架構受到數次公司倒閉之危機之衝擊，公司制度並隨著演進。例如，董事會地位自諮詢機關的角色，漸成監督的角色；外部董事逐漸出現獨立董事的概念等。董事會逐步發展成監督的角色，隨之而來的問題，即在於董事會監督是否有效的疑慮。面對這樣的問題，美國也是面臨了不同的反省聲音甚至質疑，但無論如何，整體而言可以確定的是，在美國歷史上的演進，獨立董事的地位仍是逐步升高的。

## 1.2. 問題意識與論文架構

我國針對獨立董事制度之研究，多著眼於獨立董事制度引進於我國後之定位、我國的二元制架構如何引進獨立董事、與引進之合適性為討論中心。然而，在引進獨立董事制度已成既成事實的情況下，新制度之實證研究自有其重要性。因此，本論文將檢驗我國實施獨立董事制度之狀況與趨勢，以客觀的數據資料為分析基礎，希冀藉由此分析，能為未來對獨立董事制度之政策上提供一些方向。

結構上，本論文將先以獨立董事歷史上發展與法制結構為理論基礎章，主要內容分為美國的獨立董事發展，以及我國引進獨立董事制度方法與法制結構兩部份。美國的部份，透過歷史發展的脈絡的整理，能提供對於獨立董事更全面的了解，獨立董事從發展到興盛，再到不可或缺的地位，能從其中找出影響獨立董事設置的原因，以提供後續實證數據之研究；再來是我國對獨立董事制度的整理，從引進的方法至整體法制結構，主管機關推行獨立董事的方法整理等等，先描繪出我國獨立董事制度的藍圖，以作為下一章對於獨立董事數據研究的基礎結構，其中並且對於法制整理上發現的議題進行討論。以上即為本論文之理論章架構。

本論文的實證研究章是數據分析，透過整理獨立董事歷年的設置狀況，首先整理出基礎的設置數據，再依各變因整理趨勢，主要即是歷年調整後獨立董事設置家數、依產業別分析、依公司規模分析、依董事會席次比例分析等。其中除了報告上即可察知的設置數字外，本論文另著重於分析公司自願或強制設置的意願，來探討獨立董事制度之設置趨勢，以及可能影響該趨勢之各因子。這是因為我國的獨立董事制度實施方式，係以自願設置為主，以強制設置為輔，區別自願與設置之公司，更能提供獨立董事制度對於受規範者（即依證交法發行有價證券之公司）接受程度的有效數據。另外，針對我國主要對海外募資的工具，即全球（含美國）存託憑證（Global/American Depository Receipts），本論文亦將其視為一個變因，畢竟我國引進獨立董事的一個主要理由，就是與國際接軌。既然是與國際接軌，則獨立董事制度應當成為該族群非常重要的考量，故將其列入分析之一部。以上即本論文之實證章架構。

最後是本論文的結論章，為前述之實證數據分析結果做結。另外，研究過程中所觀察到的問題卻不屬於本論文討論之範疇者，在結論部份進一步做出整理與初步探討，以提供未來研究的引線。

## 第二章、獨立董事的發展：美國與台灣的經驗

獨立董事制度之起源與發展，美國經驗是重要的代表國。我國順應國際潮流地於 2002 年引進國內，希望透過獨立董事制度之設計，來增進我國的公司治理。然而為什麼透過修正原有之模式至引進獨立董事，就能夠增進公司治理？事實上，以美國的經驗來看，美國公司董事會之組成，並非開國以來即以獨立董事為多數，而是經過一番更迭才逐漸演變成今天的情況。而我國學說上對獨立董事制度的批評<sup>2</sup>，理由不外乎獨立董事不是萬靈丹等等，然而問題是出在獨立董事制度，或者是其他更大的問題？就美國本身的批評來看，傳統上有認為因州法過於寬鬆，致規範公司的作法失靈，應該導向聯邦之立法，以增強公司之監理<sup>3</sup>，著名之沙賓法案（Sarbanes-Oxley Act of 2002）即是反映支持聯邦立法之陣營而訂定的，是公司治理近年最重要的一項聯邦立法。

回到我國，主管機關是如何看待這美國獨立董事制度，是全盤接受，還是利用其他方式，選擇性地嵌入我國的公司法制？畢竟美國獨立董事制度至今已發展數十年，獨立董事制度只是美國公司法制發展中的一環，若該制度真能於美國促進公司治理，引進我國後，能否避免橘踰淮為枳，並且發揮同等的效用？我國傳統上公司之法制，主要並非繼受自美國，我國希冀獨立董事制度之引進能夠促進公司治理是事實，然而，檢驗我國的獨立董事制度適用狀況，以提供未來政策之修正方向，將會是目前更適當的研究。

因此，本章第一部份，自歷史沿革開始，探討獨立董事成為美國公司董事會的主流之成因；接下來，自規範為出發點，本文介紹包括公司法面向、證券交易法面向，及安隆案後的聯邦立法手段，如何實質對美國之獨立董事與公司治理產生重大影響。接著本章第二部份，將探討台灣引進獨立董事之相關議題並就獨立董事引進之法規架構進行整理，藉以觀察台灣獨立董事之定位，並成為探討台灣獨立董事制度實施成效的基礎。

<sup>2</sup> 關於獨立董事制度之批評，請參閱黃銘傑，「公司監控與監察人制度改革論—超越『獨立董事』之迷思」，台大法學論叢，第 29 卷第 4 期，頁 1-50（2000）。

<sup>3</sup> See generally William L. Cary, *Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware*, 83 YALE L.J. 663 (1974).

## 2.1. 美國獨立董事發展的歷史進程

似乎一般的通念底下，美國的獨立董事制度，就是對於良好公司治理架構的回應，否則，獨立董事的概念不會舉世矚目。然而，在美國發展其公司法制時，獨立董事制度之定位，難道自始至終皆是主流的思考嗎？另外，獨立董事是否真能達到效能之部份，尤其是經營階層對於獨立董事的直接影響部份，有學說直接指出「獨立董事之地位，還是比較類似『兵卒』，而不是『將帥』<sup>4</sup>」，針對如此之批評，美國公司法制做出了什麼回應？

若要放遠來看獨立董事制度的定位，該從更上位的角度，「董事會」於美國公司制度上的定位來觀察，將會是更適當的作法。透過這樣的角度來切入，更能了解獨立董事在董事會中的重要點與被側重的角度為何，並且進一步作為我國的參考。

### 2.1.1. 董事會定位：諮詢、還是監督？

傳統上董事會是被認為具諮詢功能的，因此，約莫於五零年代之時，若有提出「誰應該擔任大公司的董事？」的問題，答案通常是公司內部的高階員工，以及一些與公司具高關聯性的「公司外部人」，例如與公司來往的銀行內部人、長期合作的資深律師等；以及執行長（CEO）選出來的幾位「獨立董事」。時間推進到近代，則多數答案不是那樣的了，「獨立董事」成為美國公司董事會中的主流，且有非常嚴密的規則限制，符合這些限制才能成為「獨立董事」。與過去「獨立董事」不具高度規範監管的法制環境相差許多<sup>5</sup>。學說上認為，董事會的功能，朝「監督」的方向上修正，並進一步指出，公司營運目標的轉換，是重要的影響：過去於五零年代時的政經氣氛，使得公司經營時較為注重公司利害關係人（stakeholder）的利益；到了九零年代及兩千年之後，公司的營運目標逐漸整合，為股東之價值最大化而努力

<sup>4</sup> See JAY W. LORSCH & ELIZABETH MACIVER, PAWNS OR POTENTATES: THE REALITY OF AMERICA'S CORPORATE BOARDS (1989).

<sup>5</sup> Jeffrey N. Gordon, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices*, 59 STAN. L. REV. 1465, 1468. (2007)

<sup>6</sup>。而股東價值最大化這個目標，獨立董事則是促進的手段之一，這是因為獨立董事在美國的發展，被認為是應用以處理以下問題<sup>7</sup>：

1. 獨立董事能促進經營團隊專注於股東價值的最大化，而不會將營運目標分散於關注經營團隊自己之利益，或者利害關係人之利益上。
2. 獨立董事能促進公司揭露事項的可信性，進而促進交易市場中資訊的正確性，如此一來，資本市場中的資本配置將能夠因交易市場中市價正確性的提昇，往最佳化方向移動，這是對於整體的資訊正確性提昇。
3. 獨立董事能影響公司更積極面對其股價的變動，以及更積極回應股票交易市場中的訊號。

美國董事會往監督性質方向移動的影響，可以自獨立董事的重要性漸於統計數據上顯現而知。一份由 Lehn 等多位教授合著之董事會組成報告，該報告之樣本係透過選擇調查 1935 年至 2000 年間皆同時存在於 Center for Research on Security Prices 的資料庫，以及 Moody's Industry Manual 中，公司之董事會組成比例情形<sup>8</sup>。這份報告顯示，樣本之內部董事組成於 1935 年至 1950 年，是微幅增加的趨勢，然而過了 1950 年即開始明顯下降；而 1970 年開始，下降幅度轉大，外部董事的增加趨勢即趨顯著<sup>9</sup>。

由於文獻中並無一份長期對「獨立董事」「關聯董事（affiliated director）」「內部董事」完整的紀錄，Gordon 教授透過各個斷面的統計研究，配合前述 Lehn 教授觀察 1935 年至 2000 年的長期研究，推測出以五年為級距的年份整理，三種董事於公司的比例分佈<sup>10</sup>。前述推測主要之方式，

<sup>6</sup> See id.

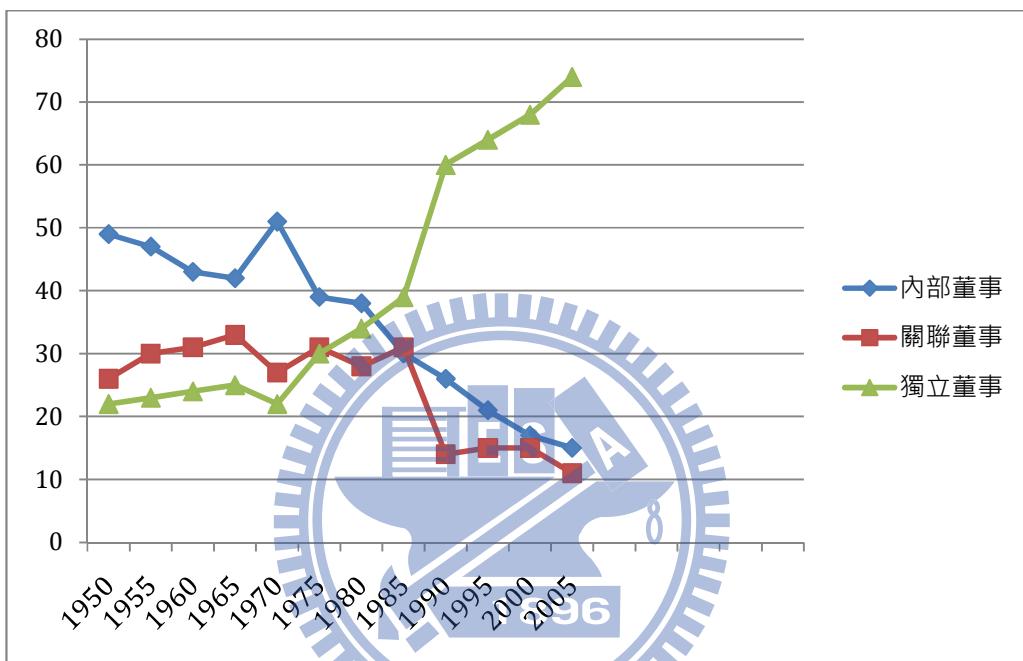
<sup>7</sup> Id. at 1469.

<sup>8</sup> See Kenneth Lehn et al., *Determinants of the Size and Structure of Corporate Boards: 1935-2000* (Nov. 2003) (unpublished manuscript), available at <http://ssrn.com/abstract=470675>. 然而，透過觀察長期存在之公司，樣本則易偏向以知名大公司為主。本報告中 81 間公司，其主要組成有可口可樂、奇異電子、與 P&G 等。

<sup>9</sup> Id. at 32.

<sup>10</sup> Gordon, *supra* note 5, at 1473-75.

是透過其他角度的切入，來觀察「外部董事」中，「關聯董事」與「獨立董事」的比例組成，例如透過統計研究各公司的委託書紀錄中，對董事的分類。不過這些相關的研究，並不是長期的觀察，多為一至二年的詳細研究，但可提供對應時間點之下的概略「外部董事組成」。雖有誤差存在之可能，然透過這樣的比例細分化方式，仍可得到該時間範圍內概略之董事組成趨勢。



圖表 A 美國 1950 年至 2005 年之公司董事會比例組成變化圖

由上圖，我們可以觀察出，其實獨立董事於董事會組成中，直至 1970 年之後，才開始出現顯著的提昇。是什麼因素，促使獨立董事之比例開始提昇？而到了 1990 年，推測之獨立董事比例成長出現激升，什麼是其背後的原因？甚至到了 2005 年，獨立董事之組成比例，居然已超過七成，接近七成五的高比例。並有另一份報告指出，全美前百大公司，已有 81 間公司回報其董事會組成即是高於七成五，甚至有 37 間公司，其董事會僅有執行長一人屬於內部董事<sup>11</sup>。

<sup>11</sup> Shearman & Sterling LLP, *Trends in the Corporate Governance Practices of the 100 Largest US Public Companies* 4 (2006), available at <http://www.shearman.com/files/Publication/d64b2717-9450-423e-8926->

獨立董事制度對於美國來說，是根深蒂固自其公司法制中，且逐漸發芽並茁壯的，不是純自其他國家移植來的產物。因此，探討其如何成長與發展，相信可以提供我國對於移植獨立董事制度後的政策思考方向。

### 2.1.2. 前期：諮詢性董事會之沒落

1950 年代的政經氣氛，促使當時的公司是依照著「多重目標（Pluralism）」的哲學來經營公司。當時正是第二次世界大戰結束，美國的政治氛圍出現這樣的共識：參戰是全民共患難，若要享受自第二次世界大戰結束後的成果，當然要「有福同享」，要求公司們與大眾共同享受之<sup>12</sup>。因此，當時的工會影響力達到頂點，員工要求分享公司成果也得到了社會共識的支持，而經營階層對於各利害關係人的要求通常也不會立即拒絕。主因是，美國本土並非戰場，未如歐陸等國受到大戰重挫其國家建設與經濟，相對於其他國家而言，美國的經濟地位使之成為主宰世界經濟的國家，也直接促使美國的公司於全球的業務大有斬獲，帶來大量的收入。因此經營階層透過使用原可成為促進股東價值的利潤，來滿足各利害關係人與員工的要求，卻不會重大影響股東的價值。而因為公司當時皆持續在營運上有出色的表現，資本市場的制裁力量則不顯著<sup>13</sup>。

當時董事會的地位，可以說是經營階層的延伸。也因為董事會地位接近經營階層的延伸，董事會即不可能擔任「監督」的職責，畢竟董事會是用以加廣經營階層進行商業判斷的輔助角色，當然選任董事之過程，經營階層具有實質的提名權限<sup>14</sup>。

觀察圖表 A 之折線圖，1970 年代是獨立董事組成的轉折年代，我們期待此時的美國，發生了重大的事件，影響公司董事會組成之趨勢之鉅，使得獨立董事漸成為董事會中不可忽視的組成分子。而歷史的確如此發展，在這

---

[0c34bfe811f5/Presentation/PublicationAttachment/635223a5-139f-45f1-b5de-1124bb35de67/CG\\_survey\\_2005.pdf](http://0c34bfe811f5/Presentation/PublicationAttachment/635223a5-139f-45f1-b5de-1124bb35de67/CG_survey_2005.pdf)  
(last visited June 20, 2010).

<sup>12</sup> Gordon, *supra* note 5, at 1511-12.

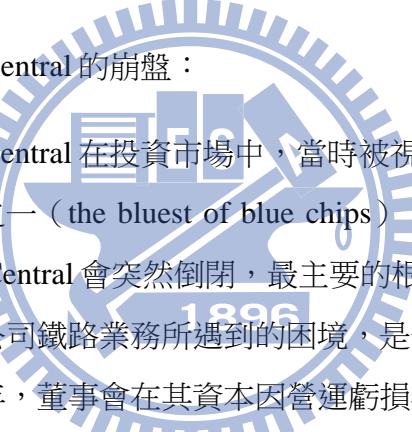
<sup>13</sup> *Id.* at 1512.

<sup>14</sup> *Id.* at 1513-14.

一年代，美國公司經營階層中的醜聞爆發，直接導致投資大眾對於公司「諮詢性」董事會產生疑慮。為挽回投資人信心，董事會的定位開始出現鬆動，逐漸不再堅持其諮詢的地位。甚至，當時的董事會是否真具有「諮詢」的功能，都不再如以往這麼確信，更進而招致「董事會之設置，只是讓經營階層『看起來』更有可信度而已」之批評。當時的董事會角色，儼然成為圖章，只是虛位董事<sup>15</sup>。

當時最主要摧毀董事會諮詢地位的兩大醜聞，分別是 Penn Central 公司倒閉醜聞，以及與美國公司與水門案相關的醜聞，例如國內的非法政治獻金，以及國外的「問題支出」<sup>16</sup>。以下就此兩大醜聞如何成為董事會性質改變之助力做一說明：

#### 1. Penn Central 的崩盤：



Penn Central 在投資市場中，當時被視為成長最穩健、投資最安全的公司之一 (the bluest of blue chips)，竟然突然倒閉，引起社會譁然。Penn Central 會突然倒閉，最主要的根源是 Penn Central 的董事們對於該公司鐵路業務所遇到的困境，是全無頭緒的。甚至，在倒閉的前兩年，董事會在其資本因營運虧損與債台高築，而嚴重被侵蝕之際，仍然核准發放高達一億美元的股利，竟非用以彌補虧損。

學者對「諮詢性」董事會的架構感到失望，指出這樣的董事會的「被動性是普遍的，導致加重諮詢性董事會架構的失敗」<sup>17</sup>。並且透過田野觀察的方式，發現當時董事會對於經營階層所提出的議案，「鮮有推翻議案的可能」，因此所謂的「諮詢功能」似不存在；且經營階層無須擔心董事會的意見，因為以前經驗觀之，董事會甚少推翻經營階層的議案，更不會針對該議案提出任何尖銳或深入的

<sup>15</sup> MELVIN A. EISENBERG, THE STRUCTURE OF THE CORPORATION: A LEGAL ANALYSIS, 170-202 (1976).

<sup>16</sup> 整理自 Joel Seligman, *A Sheep in Wolf's Clothing: The American Law Institute Principles of Corporate Governance Project*, 55 GEO. WASH. L. REV. 325, 328-40 (1987).

<sup>17</sup> MYLES L. MACE, DIRECTORS: MYTH AND REALITY 180 (1971).

問題<sup>18</sup>。當時一名 Penn Central 董事會之外部董事成員，認為公司陷入這樣的泥沼，「董事會是必須要負責[Penn Central 的倒閉]的，董事拿了報酬卻不做事。...大家就只坐在那兒，也不講話，...，從不了解事情的全貌，也從未試著了解<sup>19</sup>...」藉此可窺見董事會之被動性如何危及整體公司之經營。

同時間除了 Penn Central 的倒閉之外，尚有其他相類似諮詢性董事會所導致之醜聞<sup>20</sup>，或可印證董事之被動性係全面性的現象，而導致廣泛的系統性失靈。

## 2. 無人監管的問題支出：

公司對於國內或國外的違法政治獻金或賄賂的醜聞，主要是圍繞在 1972 年的美國總統大選間尼克森總統的募款，以及於 1972 年 4 月 7 日通過之聯邦政治獻金法（Federal Election Campaign Act of 1971）。當時在任的尼克森總統，於其尋求連任之政治募款中，共募得了 2200 萬美金，而於聯邦政治獻金法通過之前，候選人是無須揭露個人捐款的。然而一中立之非營利政治團體 Common Cause，知情尼克森總統已募得 2200 萬美金，即對聯邦法院要求其陣營公佈其募款名單。最終尼克森總統陣營妥協，於選前五日公佈了募款名單，該名單中共二間公司有違法獻金的紀錄。自此美國即開始了對於政治獻金的調查，成立了「水門案特別偵查小組（Watergate Special Prosecution Force）」。水門案小組透過威脅利誘的方式，總共使超過五十間的公司進入司法或行政程序，約四百間公司承認了違法獻金，或者外國之賄賂。這些獻金或賄賂，公司之資深經理人大多知

<sup>18</sup> *Id.*

<sup>19</sup> J. DAUGHEN & P. BINZEN, THE WRECK OF THE PENN CENTRAL 290, 336 (1971)，轉引自 Seligman, *supra* note 16, at 330.

<sup>20</sup> See, e.g., Robert J. Cole, *Insurance Fraud Charged by S.E.C. to Equity Funding*, N.Y. TIMES, April 5, 1973, at 1; LTV Recounts Its Many Ills, BUS. WK., Dec. 19, 1970, at 42; James E. Bylin, Ampex Expects \$40 Million Loss for Fiscal 1972, WALL ST. J., Jan. 12, 1972, at 4; James E. Bylin, *The Music Stopped: How Ampex Saturated Recorded Tape Market and Got Soaked Itself*, WALL ST. J., Mar. 9, 1972, at 1.

情，外部董事卻常被排除在外，不屬於「經營層的小團體」中。且積極進行調查並非董事的業務內容，此可於德拉瓦州法院之見解中窺見一斑，在 *Graham* 一案，法院明確地表示「董事得相信其下屬為誠信的」，因此「若無可疑之情事得推測有不法情事發生，董事並無義務積極發現不法情事之義務（no duty upon the directors to install and operate a corporate system of espionage to ferret out wrongdoing which they have no reason to suspect exists.）<sup>21</sup>」。

前述兩個重大事件衝擊的影響，致使美國學界及實務界，對於董事會之定位開始思變。首先，自學界開始發起的「監督性董事會」架構，逐漸取代「諮詢性董事會」成為主流<sup>22</sup>，並且得到當時實務界之支持，例如律師界，「董事會是經營階層的營運方針的審核單位，以及公司經營的監督者<sup>23</sup>…」；經理人的圓桌會議亦認同董事會之監督監督角色<sup>24</sup>；甚至得到美國證券交易委員會（Securities and Exchange Committee，下稱 SEC）主席 Roderick Hills 的支持，其於國會聽證會上提出了當時公司董事會普遍的缺點：「…大部分公司的董事會是由內部董事所主導，…董事會能取得之資訊，大部分都完全來自經營階層所提供的資料（entirely produced by the management）…現在大部分公司的董事會，缺乏的是一個獨立的聲音，有能力監督與改變經營階層<sup>25</sup>。」接著，由獨立董事所組成之審計委員會之強制規定，於本年代出現，並且成為董事會監督的主要部份。原先審計委員會之設置與否，僅是應揭露事項，然而於 1976 年，SEC 要求紐約證交所修改其上市規則，要求公司設置以獨立董事組成之審計委員會，且得依職權取得公司所有的會計資訊，以及得與外部會計師私下開會等。雖然主管機關終於在紐約證交所，要求其上市規則強制其上市公司設置審計委員會，事實上，SEC 推行審計委員會至此

<sup>21</sup> *Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.*, 188 A.2d 125, 130 (Del. 1963).

<sup>22</sup> See Eisenberg, *supra* note 15.

<sup>23</sup> ABA Comments on Corporate Laws, *Corporate Director's Guidebook*, 33 BUS. LAW. 1591 (1978).

<sup>24</sup> Business Roundtable, *The Role and Composition of the Board of Directors of the Large Publicly Owned Corporation*, 33 BUS. LAW. 2083, 2087, 2092-93 (1978).

<sup>25</sup> Seligman, *supra* note 16, at 338.

已有 35 年歷史，上市規則修正後，其實已有約九成的上市公司早已設置<sup>26</sup>。

最後觀察到的影響，是董事會中獨立董事之比例逐漸成長，公司開始普遍受到輿論之壓力，公司中提名委員會之獨立性的風氣漸盛<sup>27</sup>。

以上所觀察到的公司治理改革面，可以說是公司之經營階層，為了回應當時因公司經營不善而導致醜聞之妥協，藉由改變董事會之性質，以提供美國公司架構中闕漏的內部監督角色。也因此，監督性董事會的概念，漸成為當時之主流想法。然而如同前述，監督性董事會在當時係僅因應醜聞所做出之妥協，並為防止聯邦政府進一步針對公司治理祭出更嚴格的規範，例如公司制度聯邦化（national chartering）等，故當 1970 年代公司制度之失敗不再成為政治角力上之焦點時，實務界不再積極支持前段提及之論點<sup>28</sup>。因此，各公司的經營階層並未大刀闊斧地改變原有的經營架構，這個年代僅可說是獨立董事成為主流的開端。

### 2.1.3. 中期：監督性董事會的興起與定位

美國歷史上的「併購時代（Deal Decade）」就是形容 1980 年代以降，美國公司身處於大量併購活動的環境的年代。此處所稱併購，並非僅指敵意併購（hostile takeover），事實上，如以加成數來檢視的話，1980 年代仍以善意收購（friendly deal）為主，只是善意收購仍以潛在敵意併購為名，作為談判手段。敵意併購孰優孰劣？在美國歷史上有兩種見解，一是活化整體經濟的手段；而另一認為敵意併購是投機客「攻擊」暫時被低估的公司，伺機賺取快速利益的手段<sup>29</sup>。併購活動其實是公司控制權市場的概念，首先，為什麼併購可以說是「整體經濟僵化的解藥」<sup>30</sup>？主要的概念，是公司的表現低於水準，而公司之市場價格因此偏低，此時將有買家出現，認為其接手該公司，能夠改善且促進公司價值，並自其中賺取利益。也就是說，買家透過

<sup>26</sup> See *id.*; see also Gordon, *supra* note 5, at 1519.

<sup>27</sup> Business Roundtable, *supra* note 24, at 2108.

<sup>28</sup> Gordon, *supra* note 5, at 1520.

<sup>29</sup> See *id.* at 1520-23.

<sup>30</sup> *Id.* at 1521.

併購的手段，支付一筆併購的溢價予股東，進而取得公司控制權，藉此更新公司的體質，例如汰換不適任的經營階層、切割公司資產轉售等等。因此，併購的手段可以改善公司經營的效率，如以總體經濟體質觀之，併購活動的存在，將可促進資源更有效的配置，故應可增進總體經濟的效率<sup>31</sup>。

透過併購的手段，買家原本即必須支付一筆高於市價，甚至相當高額的「溢價」，以股東的角度而言，將股票賣給此買家，會是快速實現其投資效益的方式，而且報酬率還很高。然而，如自受低估公司之經理人的角度觀之，其認為併購手段只是投機客用以「攻擊」短期受到低估的公司，並進而賺取快速利益而已<sup>32</sup>。對於經理人而言，併購手段本身將威脅公司經營的效率，因為併購手段導致經理人無法以長期的計畫來經營公司。

雖然經理人認為其公司只是一時受低估，不值得受到這樣的攻擊，但如何才能保護其公司不受投機客之攻擊呢？股東如何能夠相信經理人對於公司的評價，經理人難道不是只是想保持住其經營的地位而已？所以經理人需要一個較為中立的機關，來分散以市價評斷公司價值的方式，另以該機關獨立地評估公司的真正價值（intrinsic value），進而主張公司遭受市場低估的說法。此時具獨立性之董事會地位成為焦點。公司經理人透過董事會來提出防禦機制，來抵禦敵意收購的攻擊，通常以「不受歡迎的出價，是低估了股東價值的角度」來正當化該董事會提出的防禦機制，或稱「股東權益計畫（shareholder rights plan）」，如該出價未經董事會之合意，則防禦機制啟動，將嚴重致傷買家的財務狀況，即有名的毒丸計畫（poison pill plan）。

然而，這樣的「毒丸計畫」雖以維護股東價值為名存在的，本質上仍是阻止買家越過董事會，直接向股東進行出價的手段，以股東的角度而言，這是董事會阻止股東快速實現其投資成果的手段。當時美國的市場中流通的股

---

<sup>31</sup> *Id.*

<sup>32</sup> See, e.g., Warren A. Law, *A Corporation Is More than Its Stock*, HARV. BUS. REV., May-June 1986, at 80, 81.

票，已超過四成之比例，是由法人所持有<sup>33</sup>，這樣的投資人傾向重視短期的收益，例如基金，其年收益之能力是宣傳其投資能力的重點，所以對於投資的短期報酬率非常敏感<sup>34</sup>。況且，這些法人提供潛在的併購買家之資金來源，而買家透過高收益的併購活動所賺取之利益，這些法人也同時雨露均霑。因此，當公司董事會通過了股東權益計畫，對於這些法人而言，不啻為阻擋其實現利益的手段。也因此，針對股東權益計畫之合適性與否，於司法體系中即成為爭論的重點。以下重點即集中於德拉瓦州法院對於本議題之回應。

對於德拉瓦州法院而言，決定股東權益計畫之合適性與否，是一難解的問題：一方面，法院並不希望自己成為判斷個別股東權益計畫之合適性，如此一來，法院將成為經濟政策的立法者；另一方面，如股東權益計畫只允許由股東會決議為之，雖可避免股東進入司法程序挑戰其合適性，但在德拉瓦州，股東會決議之範圍是非常受限的。就此議題，德拉瓦州法院於其公司法中找到依據，董事會有權處理或指示公司之業務經營事項，再透過前例累積之原則（即董事之誠信義務），可能是適當的處理模式。但在 1970 年代時，將權力直接准予公司之董事會，對於支持併購活動的一方，將會是太激進的作法。以下就德拉瓦州法院於各重大的案件中，如何漸進地准予公司董事會核准股東權益計畫之權力，分別整理於下：

#### 1. Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.<sup>35</sup> :

本案被告 Unocal 公司（簡稱 Unocal），遭原告 Mesa 石油公司（簡稱 Mesa）起訴，欲撤銷 Unocal 一個董事會決議。該決議係針對 Mesa 提出之收購計畫而來，Unocal 董事會認為 Mesa 的計畫低估其公司的價格，且將損及其股東價值，故設計了一公司買回股票之計畫，內容主要為「如 Mesa 已收購了 5000 萬股 Unocal 股票，則 Unocal 以一股 72 美元之價格購回其他在外流通之股票，並以發行債

<sup>33</sup> Gordon, *supra* note 5, at 1521-1522.

<sup>34</sup> See MICHAEL USEEM, INVESTOR CAPITALISM: HOW MONEY MANAGERS ARE CHANGING THE FACE OF CORPORATE AMERICA (1996).

<sup>35</sup> Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).

券之方式支付予股東；本計畫排除 Mesa 之適用。」首先，德拉瓦州最高法院認定，董事會通過防禦機制，以回應 Mesa 併購提案的決定，是屬於經營判斷（business judgment）的<sup>36</sup>；Unocal 董事會在認定 Mesa 的提案時，以及通過該買回股票之計畫時，共有 8 位獨立董事，在 13 位董事之董事會中，屬於多數；認定時，其董事會之獨立董事並且分別與高盛（Goldman Sachs）的財務專家以及律師開過會議，以及得到專家意見之輔助；最後董事會是一致通過，以不適當為理由，拒絕 Mesa 的併購提案，並通過該權利方案。上述德拉瓦州最高法院之理由，除了著墨於「獨立董事為多數」之董事會外，尚有「事實上獨立性」的檢驗，指出獨立董事親自檢閱與核准如此之防禦機制是很重要的<sup>37</sup>。

## 2. Moran v. Household International, Inc.<sup>38</sup> :

Moran 案則與 Unocal 案不同，不似 Unocal 公司是面對 Mesa 公司的併購威脅，Household International 公司（下稱 Household）通過權利方案時，並未接到任何併購之威脅。而原告 Moran 則是 Household 其中一位董事，其背後之公司對於 Household 當時市價被低估的狀態虎視眈眈。而 Household 董事會了解市場上的併購風氣鼎盛，對於其公司被低估亦相當了解，故聘請了財務專家與律師等。董事會在與財務專家與律師等討論後，在無併購威脅之狀態底下，通過了權利方案。Moran 主要係主張因無立即的併購威脅，Household 董事會通過該權利方案應非屬於經營判斷之範疇。然而德拉瓦州最高法院並未如此判斷，其認為預防機制比起臨時防禦的機制，更有充裕的時間準備，當然屬於經營判斷之範疇<sup>39</sup>；較重要的是，欲採取這樣的預防機制，仍應依 *Unocal* 原則，董事會應證明該機制之核准，有合理

<sup>36</sup> *Id.* at 954.

<sup>37</sup> Gordon, *supra* note 5, at 1524.

<sup>38</sup> Moran v. Household International, Inc., 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

<sup>39</sup> *Id.* at 1350.

相信的基礎，並進行合理程度的調查，就算無立即的併購威脅，董事會仍可採取預防機制來面對可能存在的併購威脅。Household 董事會證明經營判斷法則之適用之舉證責任足夠已於前述，則舉證責任轉換，應由 Moran 證明董事會通過該方案係為惡意。

因此，在本案中，延續 Unocal 一案的原則，應有獨立董事進行調查與合理相信的基礎；且更進一步自 Unocal 案放寬立即威脅的標準，從「併購提案的存在」，到「有併購威脅的可能」，皆成為董事會得以防禦機制因應的範圍內。

### 3. Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.<sup>40</sup>

再來的 Time 案是較為近代的判決，案件中 Time 的董事會，對於 Paramount 所提之現金併購案，就算具有高額之溢價，仍可經以多數獨立董事組成之董事會，以合理的調查與合理得相信之基礎，認為 Paramount 的併購提議為不適當拒絕之。

簡而言之，本案的 Time 董事會儼然是有權「只說不（Just say no）」，只要其董事會符合下列三要件：第一，以多數獨立董事為組成之董事會，德拉瓦州法院對此有相當之著墨；第二，證明獨立董事有合理程度的調查；第三，證明獨立董事有合理相信之基礎。如此一來，不合意之收購幾乎不會發生，至此應各敵意收購之玩家應已了然於心。

據上所述，本年代所生之大量的併購活動，以及各公司所欲抵禦來自外部之併購威脅，所交錯產生的結果是股東價值成為公司經營最重要的議題。公司是否被低估，是以股東價值是否被低估來充作理由；要保護公司不被併購活動所盯上，所採用之計畫亦稱為「股東權益計畫」。而且以上防禦之機

---

<sup>40</sup> Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc., 571 A.2d 1140 (Del. 1990).

制，都必須以獨立董事為主體來進行。自此獨立董事的地位即與股東之價值密不可分，「併購時代」之影響，是非常重要的催化劑。

延續著 1980 年代後期的發展，透過敵意併購的手段來促進公司的效率已不再有效率，這是因為德拉瓦州法院准予了公司中獨立董事廣泛對於敵意併購之防禦手段的權限，如前述之 Time 案。且敵意併購之手段，是否真正對公司效率有提昇的作用，學說見解上亦有反對意見，有些 1980 年代後期的重大併購案受到批評，主因是這些利用高財務槓桿的買家，利用垃圾債券的方式來募集資金，最終是以失敗收場，使得一般對併購手段之信心期待降低<sup>41</sup>。再來，敵意併購的兩種模式，在市場上通常的操作方式使人認為這樣的手段用以解決經理人代理問題，成本過高：在 1980 年代，當買家是「財務型」，其併購模式將干擾公司的經營，分散經理人的注意力，最終導致公司的財務困難，且減少公司的營收。而在 1990 年代，買家屬於「公司佈局型」，其併購模式因投資環境所得提供的資訊量貧瘠，導致成功的買賣不易達成<sup>42</sup>。

然而，股東價值主義於本年代仍更高漲，其中一個原因，是因為美國的法人股票持有比例，是與日俱增，而如同前述，法人衡量公司經理人的表現，是專以股東價值為指標的。因此，法人會在市場上挑選營運低於標準的公司，並以與股票連結之經理人報酬手段，使得經理人利益與公司營運表現連結在一起；另外針對表現貧乏的公司，鼓吹所有公司股東積極對經營階層投下反對的一票。這是法人方的股東行動主義之表現，實質上促使經營階層將股東之價值更是奉為窠臼<sup>43</sup>。

透過敵意併購手段解決代理問題，以促進股東價值，已經不是一個有效的選項，已如前述。因此董事會必須尋找下一個解決代理問題之方式，來促

<sup>41</sup> Gordon, *supra* note 5, at 1527.

<sup>42</sup> *Id.* at 1527-28.

<sup>43</sup> *Id.* at 1528-29. See also Bernard S. Black, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 39 UCLA L. REV. 811 (1992).

進經營階層對於股東價值之努力。以下即是觀察當時董事會所為之各種促進經營階層積極經營手段：

### 1. 經理人報酬：

既然外部監督的手段已無作用，則董事會轉自內部來解決代理問題。首先處理經理人部份，經理人係代理眾多投資人經營公司，然所謂代理問題，即是因為代理人與委託人之利益不一致所可能招致之問題，其中可能產生之層層監督的成本<sup>44</sup>，因此改變經理人報酬之結構，使得經理人的利益能與股東之價值連結在一起，理論上應可藉此降低代理問題。而此時報酬結構之改變，主要即是發給經理人股票選擇權。發給股票選擇權，公司與經理人皆有益處：對於經理人而言，可隨時使用這股票選擇權，而且課稅時點為「使用」時，不是受讓時；對於公司而言，僅僅發給股票選擇權，並不會損及其會計帳目上的淨營收<sup>45</sup>。透過改變經理人報酬結構，以股票選擇權為中心的作法，迅速帶起風潮，於 1992 年至 2000 年中，標準普爾前五百大之公司，自 27% 之公司使用股票選擇權，增至 51%<sup>46</sup>。

### 2. 執行長解職：

一如前述，股東之價值高低成為衡量公司表現之核心，則執行長之表現，也當然地連結在股東價值上，透過數份實證研究可知，執行長之汰換率是緊密連結於股票市價上的。而公司股票市價的表現，在本年代中的相關性，越晚期越高，一份實證研究即指出，全球前 2500 大公司中，自 1995 年至 2001 年的紀錄，汰換率提高了 53%；而專因公司表現不佳（performance-based）而遭汰換的比例，成長了 130%。另外，如僅檢視北美地區的執行長汰換比率，如以 1995 年為

<sup>44</sup> FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW, 9-11 (1991).

<sup>45</sup> See Jeffrey N. Gordon, *Governance Failures of the Enron Board and the New Information Order of Sarbanes-Oxley*, 35 CONN. L. REV. 1125 (2003).

<sup>46</sup> Gordon, *supra* note 5, at 1530-31. See Kevin Murphy, *Explaining Executive Compensation: Managerial Power Versus the Perceived Cost of Stock Options*, 69 U. CHI. L. REV. 847, 848 fig.1 (2002).

比較基準，2000 年之汰換比率則是其 1.74 倍。另外，執行長的在職期間亦有實質降低，執行長平均在職期間，於 1995 年約是 9.5 年，而至 2001 年則是 7.3 年；而遭解職之執行長平均在職期間，於 1995 年是 7 年，至 2001 年則是 4.6 年<sup>47</sup>。其他亦有實證研究於不同的基準點上觀察，亦支持前述實證研究之趨勢。例如，一個 1992 年至 2005 年的實證研究，以美國的大公司做取樣，發現 1998 年後的執行長解職比例較前期為高，且與公司表現與解職的相關性更高<sup>48</sup>；另一份實證研究更進一步指出，如公司之實際表現，與公司之財務預測相差甚遠時（當然是指朝負面的表現），是執行長遭解職的高相關警訊<sup>49</sup>。

### 3. 黃金降落傘：

所謂黃金降落傘（golden parachute），是指執行長在接任職位之時，董事會給予執行長的一個離職方案（severance package）。當時典型的離職方案如下：三倍的薪酬、前一年的紅利、並且，若公司要求其離職之原因係公司控制權轉換的話，則亦會使其已取得但尚未生效之選擇權生效<sup>50</sup>。如此的設計，意義上可看做提前解除其委任，給予執行長的補償，但是選擇權生效的方案，一般而言，能夠讓離職的執行長得到非常高額的報酬。黃金降落傘的設計，使得過去反併購的防禦機制出現了另一個出口，執行長抗拒併購的情形因本方案的影響而降低，且這樣的設計可以吸引更好的執行長選赴職<sup>51</sup>。也因此，併購活動並不因為「蓬勃發展」的防禦機制而停歇，在 1990 年代達到新的高峰，尤其在 1996 年至 2000 年，共約 40000 件併購

<sup>47</sup> Chuck Lucier et al., Booz Allen Hamilton, Inc., *Why CEO's Fall: The Causes and Consequences of Turnover at the Top*, 3-7 (2002), available at <http://www.boozallen.com/media/file/110173.pdf> (last visited June 20, 2010).

<sup>48</sup> Steven N. Kaplan & Bernadette A. Minton, *How Has CEO Turnover Changed? Increasingly Performance Sensitive Boards and Increasingly Uneasy CEOs* 9-14 (Nat'l Bureau of Econ. Research Working Paper No. W12465, 2006), available at <http://mirror.nber.org/cgi-bin/sendWP.cgi/1884504506/w12465.pdf> (last visited June 20, 2010).

<sup>49</sup> Kathleen A. Farrell & David A. Whidbee, *Impact of Firm Performance Expectations on CEO Turnover and Replacement Decisions*, 36 J. ACCT. & ECON. 165, 166-167, 175 (2003).

<sup>50</sup> Gordon, *supra* note 5, at 1533-34.

<sup>51</sup> *Id. See also* Jeffrey N. Gordon, "Just Say Never?" *Poison Pills, Deadhand Pills, and Shareholder-Adopted Bylaws: An Essay for Warren Buffett*, 19 CARDOZO L. REV. 511 (1997).

之活動，不到 100 件回報為敵意併購，且其中僅有 32 件成功抗拒，維持獨立的狀態<sup>52</sup>。

#### 2.1.4. 近期發展

1990 年代奉為窠臼的股東價值主義發展，利用「股票選擇權」以及相類似的財務工程產物，來輔助解決投資人之於公司經營間的代理問題，透過這樣的方式，不僅僅鼓勵經理人積極經營業務，也減少額外的監督支出成本。然而如前所述，「股票選擇權」當作部份報酬之給予，可能為經理人帶來非常豐厚的收入。股票選擇權本身的價值是不定的，且有時效，不似股票只要有市價，就有價值，如果選擇權過期即等於廢紙一張。況且，如前所述，股票選擇權在尚未使用之時，無須列入會計帳目的，所以公司在發行股票選擇權時，並沒有立即的成本，幾乎當作無成本的報酬型態給予經理人<sup>53</sup>。

因此，如經理人當初到職所獲得之報酬方案，所給予之股票選擇權非常豐厚時，非常容易導致以下的道德危險；首先，股票選擇權是可以再流通的，且使用之股票選擇權，會導致稀釋現存股東之持股比例；接著是較嚴重的問題，因為經理人持有股票選擇權的緣故，會誘使經理人嘗試誇大公司之經營表現，主要即是在公司的財務報表上動手腳：誇示其營收。確有實證研究顯示，透過財務報表上，營運數字的誇大不實，能夠增加這些與股價連動的經理人報酬<sup>54</sup>。與股價連動的報酬型態主要有二，其一是營運的紅利報酬，其二是前述之股票選擇權。紅利部份，雖會隨著股價連動，但這是乘數上的加倍而已；股票選擇權部份，則不只是乘數上加倍而已，這是以等比級數方式在快速累加的，因為公司營收的表現，是同時會對股價有雙重影響的，因為

<sup>52</sup> Lucian Arye Bebchuk et al., *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy*, 54 STAN. L. REV. 887, 926 (2002).

<sup>53</sup> Gordon, *supra* note 5, at 1536.

<sup>54</sup> See Michael C. Jensen & Kevin J. Murphy, *Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What Are the Problems, and How to Fix Them* 26 (Harvard NOM Working Paper No. 04-28; European Corporate Governance Inst., Finance Working Paper No. 44/2004, 2004) available at <http://ssrn.com/abstract=561305>.

營收同時對 P/E 值直接造成影響，並且影響市場對於該公司的成長率與 P/E 值的期待<sup>55</sup>。

據上而言，股票選擇權的實務操作，是不對等的：增值空間無窮，卻沒有對等的資產暴險。對於經理人而言，這樣的操縱是具有高度道德危險誘因存在的。然而，在當時是沒有相當的監督機制，來約束經理人可能做出危及公司的行為，例如誇飾營收等會計詐騙之情事。於 2000 年代初時，即發生了重大公司治理之醜聞，安隆案，震驚了全美投資人。此處所謂之公司治理失靈，有說指稱是董事會與經理人締約時，無維持談判的適當距離（at one arm's length）<sup>56</sup>。然而無論如何，在報酬這一方面，董事會之獨立性是被妥協了，例如：有些公司之薪酬委員會，執行長與其他高階經理人在委員會之運作中占重要之地位，如經理階層所委任之員工薪酬顧問，亦與薪酬委員會流用等。且當時的「獨立董事」獨立性有不足的現象，獨立董事與公司可能仍有某程度的金錢上的關係，且該關係是經理階層得以控制的；或者是董事間「互施小惠」的狀況，使得董事間牽絆過深等等<sup>57</sup>。

然而，安隆案的爆發，首先應說明的是，最大的問題是出在會計，會計並未擔起「守門員」應有之責，而不是出在獨立董事之獨立性不足。當然，對於董事會並未指出經營階層削弱守門員之行為，可能亦得歸責。故此波的改革，對於董事會之獨立性亦是焦點。如前所述，全國性的立法對於經營階層而言，是能避則避，因此經營階層們為避免聯邦政府為因應大眾針對失靈之公司治理模式而更積極立法規範，自發型地針對董事獨立性發起改革，這可以自紐約證交所修改其上市規則略可了解：紐約證交所針對董事之獨立性，修改成更嚴格的門檻，甚至要求公司之薪酬委員會，必須以獨立董事來組成之。經營階層們欲透過自律的方式來改造獨立董事之獨立性，且於經理人圓桌會議中宣示獨立董事之重要性，以及董事會於「公司之財務報告與財務揭

<sup>55</sup> Gordon, *supra* note 5, at 1537.

<sup>56</sup> See Jeffrey N. Gordon, *Executive Compensation: If There's a Problem, What's the Remedy? The Case for Compensation Discussion and Analysis*, 30 J. CORP. L. 675 (2005).

<sup>57</sup> Gordon, *supra* note 5, at 1538.

露資料之誠信與透明度」所扮演的重要角色<sup>58</sup>。然而不久之後，發生了世界通訊之倒閉醜聞，推動全面性的公司治理改革成為焦點，就算經理人欲透過自律方式來維持其經營自主權，仍無法阻擋沙賓法案之訂定<sup>59</sup>。然而，隨著沙賓法案的制定，以及法案制定前經理人圓桌會議的宣示，獨立董事之重要性更上層樓，例如，於聯邦證券法規，以及證交所上市規則方面，都針對獨立董事之獨立性，修正為更嚴謹的規範；董事會分工方面，審計委員會之職責更為重要，強制其全權負責公司與會計的關係，更進一步控制公司內部的財務狀況與公司的財務揭露；董事會並且更積極地自公司委託之律師了解公司經理人是否依循法律。董事會在本年代的角色重新被定位，已超出僅監督公司之營運績效，並更進一步監督公司的一般控制<sup>60</sup>。

### 2.1.5. 董事獨立性之促進機制

美國歷史上獨立董事制度之發展，原則上於各階段皆有一主因，而導致該年代之普遍現象，並且各階段針對這些主因進行應變，然而這些應變如為針對董事獨立性的增進，主要為以下之範圍：一、董事獨立性標準規定強化；二、細緻化董事會的分工結構。本段以下接著整理兩種之促進董事獨立性之方式，以及這些方式歷史上的演變。

### 2.1.6. 獨立性標準及相關規定

最初認定董事獨立性的判斷方式，就是是否與公司存有雇用關係，如無，即不屬於公司內部人，亦即符合外部人的資格。早期紐約證交所即如此認定：「外部人，不持有公司大量的股份，即使與銀行、經紀商、保險公司、或其他投資公司有關連，……，或為他公司之經理人，或是公眾人物，皆屬之。

---

<sup>58</sup> Business Roundtable, *Principles of Corporate Governance 5* (2010), available at <http://www.businessroundtable.org/sites/default/files/BRT%202010%20Principles%20Final.pdf>.

<sup>59</sup> Gordon, *supra* note 5, at 1539.

<sup>60</sup> *Id.* at 1539-40.

<sup>61</sup>」這樣的規定，如以現今的角度來檢視，是將被認定為具有「與公司的重大關係」的，例如投資銀行的經理人。

於 1970 年代之醜聞爆發後，「獨立董事」的概念始出現，係並隨著「監控型董事會」之推展而來的。首先於「公司董事參考守則」中，先以「屬於經營階層」與否做分野，再將「非屬經營階層」董事之部份細分為「內部相關」「內部非相關」董事。屬於經營階層與否是相當清楚的分類，但之前屬於經營階層之董事，亦分類為經營階層董事。再來非屬經營階層董事部份，係以與公司相關之「經濟或個人方面」的關係，「可以被視為將影響獨立判斷者」，則屬於內部相關董事<sup>62</sup>。接著，於 1977 年的紐約證交所，除了要求董事會必須設置審計委員會外，對於委員會之成員要求部份，是較為寬鬆的規定：上市規定要求審計委員會之成員必須能「獨立自經營階層」，紐約證交所卻允許來自其他與原公司相關的公司，舉凡銀行、產業、證券承銷商等之關係人擔任審計委員會之成員，除非董事會發現這些成員因如上之關係，有「干預其獨立行使職權之虞」者<sup>63</sup>。這樣的規定直至 1999 年，因回應藍絲帶委員會針對審計委員會效率之要求而修正，之後上述之「具關係」之身份已無法再擔任審計委員會之成員，且要求獨立董事必須至少三位擔任成員。

安隆案後的相關修正，轉至另一個層次：針對董事獨立性的部份，主要的修正係在於證交所上市規則，受矚目的沙賓法案的相關規定僅要求審計委員會成員之部份，「就行使其審計委員會成員職責外，除擔任董事會或其他委員會之職，不得自公司（the issuer）另收取顧問、諮詢費用或其他報酬等；成員並不得為公司或其子公司之關係人（affiliated person）<sup>64</sup>。」各證交所

<sup>61</sup> Gordon, *supra* note 5, at 1478. (Defining outsiders as those who "have no significant personal holdings in the company even though they are associated with banks, brokerage firms, insurance companies, and other investment companies;...are executives of other organizations; or... are primarily public figures", quoting from STANLEY C. VANCE, BOARDS OF DIRECTORS: STRUCTURE AND PERFORMANCE 5 (1964))

<sup>62</sup> ABA Comments on Corporate Laws, *supra* note 23, at 1619-20.

<sup>63</sup> NYSE Inc., Listed Company Manual § 303 & supp. (1983).

<sup>64</sup> Sarbanes-Oxley Act of 2002 § 301 (codified at 15 U.S.C. § 78j-1(m)(3)(B)). 此處”affiliated person”係定義於 Rule 10A-3 下，主要為「關係人」對於公司之控制力（control）做出之限制，主要以持股比例為判斷基礎，

之上市規定，於 2000 年代後做出較新穎的設計，是要求各公司董事會，對於其獨立董事之獨立性，應積極地做出確認，且應揭露其獨立性判斷之基礎。各證交所關於「積極確認」之相關規定如下：

A. NYSE Listed Company Manual, Section 303A.02 (a) :

首先，如前所述，紐約證交所要求公司積極確認其董事之獨立性，並且應揭露其判斷獨立性之基礎。如此規範「獨立性」是因為紐約證交所不認為一個統一的規則，能夠列出所有潛在的利益衝突，或者與公司的重大關係，因此，證交所要求各公司自行經「考量全部相關事實與情狀（all relevant facts and circumstances）」後，再行決定。另外，證交所並不認為僅持有大量股票的事實，即可得出無獨立性之結論。

B. NASDAQ Listing Rules 5605 (a) (2) :

那斯達克則是規定獨立董事不得為「該公司及其子公司之經理人或雇員，以及董事會認定存有『干預獨立行使職權之虞』之關係之人」。同樣的，此處「董事會認定」之部份，即同於紐約證交所要求公司積極確認獨立性基礎之規定，只是這部份那斯達克上市規則是規定在附註中（IM-5605. Definition of Independence— Rule 5605(a)(2)）。另外，那斯達克亦不採專以股權來判定獨立性之規定。

上市規則對於「具獨立性」之判斷責任，轉由公司進行負責的規範方式，可以了解如何廣泛「定義」獨立性之高困難性，僅能透過負面表列方式排除不適當之情狀<sup>65</sup>。故透過揭露的方式要求公司正面說明為何該董事具獨立性，

---

另亦有對於身份之限制。對於總持股低於 10% 之人，是推定對公司無控制力，但是對於總持股超過 10% 之人，仍可能因為具獨立性的事實而對公司沒有控制力，亦即超過 10% 持股之人，並未推定其對公司具控制力，17 C.F.R. § 240.10A-3。

<sup>65</sup> 兩證交所除定義出董事獨立性須公司董事會積極確認外，尚透過負面表列的方式來無獨立性之情狀，例如：先前之聘僱關係、產業上下游公司關係、家庭成員關係、顧問關係等。See NYSE Inc., Listed Company Manual §303A; NASDAQ, Listing Rules 5605(a)(2); see also BRUCE F. DRAVIS, INDEPENDENT DIRECTOR'S GUIDEBOOK, 14-26 (2007).

如此一來，董事會必須積極確認其獨立性，而不能獨立董事僅因符合法律規範上獨立性門檻即稱之獨立董事，可以促進董事事實上的獨立性增加。

### 2.1.7. 董事會分工機制

另一個在歷史上逐漸成為焦點的機制，就是卻立了董事會中分工的趨勢。透過董事會分工，各小組專門處理某類別事務的安排，這樣分工合作的團隊精神與共同負責的概念下，能夠加強董事會實務上的獨立性（*Independence-in-fact*）<sup>66</sup>。

所謂董事會中的分工，最主要的是指依照類別事務之不同，進行委員會的設置，委員會以董事為組成員。近年來發展出最主要的三種委員會架構：審計委員會、薪酬委員會、提名委員會<sup>67</sup>。其中以審計委員會重要性最高，歷史也最為悠久。最早自 1939 年紐約證交所所報告之建議中出現，但直至 1970 年代的公司醜聞爆發之後始受重視，而紐約證交所至 1977 年始要求其上市公司必須設置審計委員會，自 1980 年代，那斯達克與美國證交所始引進審計委員會。然而當時的審計委員會成員，係以「非經營階層」之成員為主，一直到 1999 年，紐約證交所修改其上市規則，始進一步限縮成員之資格。到了後安隆時代，則是所有公開發行公司受強制應設置審計委員會，且獨立性更加嚴格<sup>68</sup>。

薪酬委員會歷史上發展較晚，SEC 於 1992 年要求公司揭露薪酬委員會之設置以及委員會之組成。雖經營階層之內部董事亦有擔任成員之可能，通常係以外部董事為多數<sup>69</sup>。

然而，於安隆案被揭發後，審計及薪酬委員會的獨立性即遭受嚴重質疑。主因並非獨立董事，是兩委員會連結外部顧問這個環節產生問題。兩委員會皆須委託外部顧問，輔助其進行內部之控制，與決定董事之薪酬。兩個各自

<sup>66</sup> Gordon, *supra* note 5, at 1490.

<sup>67</sup> *Id.*

<sup>68</sup> *Id.* at 1491-92. 並參見前小節關於獨立性的發展。

<sup>69</sup> *Id.* at 1492.

獨立的業務，常與公司內部事務連結在一起，例如與審計委員會合作之外部審計事務所，通常也承接該公司之其他「公司顧問」利潤更豐厚之業務，經營階層是有權選擇與任何事務所合作的。這樣的權力控制在公司經營階層，很可能透過這段關係，減低其執行委員會委託事務之效能。同樣的狀況亦發生於薪酬委員會上，同一個薪酬顧問與薪酬委員會合作董事經理人之薪酬決定之事項，很可能同時承接公司的「全部薪資顧問」之業務，甚至也負責建立其人力資源之準則。後者之業務收取之費用較為優渥（通常指全公司的薪資顧問），因此該顧問公司為避免激怒這些高階經理人，將避免建議過低的薪資予委員會<sup>70</sup>。

提名委員會是另一種更侵入經營權自治的機制。過往尚無提名委員會之時，執行長對於董事提名之影響深遠，使得被選上之董事，對於執行長有種忠誠的連結存在。而執行長對於董事之選任影響力，也使得董事是否續任之決定受其左右，對於「過於獨立」的董事，下屆執行長可能即禮貌性地不再邀請其成為董事候選人，這樣的運作模式持續至 2000 年左右。提名委員會在 SEC 透過其他方式扭轉這樣的模式成效不彰後，逐漸嶄露頭角，該委員會專司遴選與確認董事候選人之職。設置提名委員會之統計資料顯示，自 1979 年的 19% 至 1989 年的 57%，提名委員會漸成常設委員會<sup>71</sup>。紐約證交所已於 2003 年，要求其上市公司設置提名委員會，且全部成員皆須為獨立董事<sup>72</sup>。

對於經理人而言，提名委員會所存在的緩衝地位，是有效緩解 SEC 亟欲使股東直接影響董事會之規範建立之趨勢。透過股東直接提名之董事，從經理人的角度來檢視，是不可能具獨立性的，反而將更依賴某特定股東。因此，

---

<sup>70</sup> *Id.* at 1492-93.

<sup>71</sup> AMERICAN LAW INSTITUTE, PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE: ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS §3A.04 reporter's n. 1 (1994).

<sup>72</sup> 僅紐約證交所強制其上市公司必須設置提名委員會，那斯達克並未強制必須設置之，但是提名相關之事務，如該上市公司未設置提名委員會，則必須由該董事會中的獨立董事處理之。See NYSE Inc., Listed Company Manual §§303, 303A; NASDAQ, Listing Rules 5605(d).

雖提名委員會之存在，是降低執行長直接對董事提名之影響力，這種妥協比起強化股東直接影響董事會之規定，影響較小。

## 2.2. 台灣獨立董事制度法制面之發展

引進獨立董事的改革，是主管機關計畫中提昇我國整體公司治理措施之一。其推動提昇公司治理之動機，略為我國之經濟之快速成長，公司數目與規模皆激增，促使資本市場與企業之國際化發展。而我國在亞洲當初的金融困境下，既有之公司治理問題便跟著顯現，例如：公司決策機制閉鎖、財務不透明等。因此我國進行公司治理之改革，有其迫切性<sup>73</sup>。

主管機關未正面解釋獨立董事制度之引進與改革公司治理之目的上之關聯性，略以「順應國際潮流、提昇國家競爭力」、「全球佈局」、「降低籌資成本」等目標為主張，將獨立董事制度之引進列入改革措施之一<sup>74</sup>。然而，不可否認的是，獨立董事制度之於台灣傳統上公司治理的機制而言，不是我國公司制度自然演化下的結果。首先，以獨立董事制度的本質而言，這樣的制度是演化自採取單一董事會的國家，以美國為最重要的例子。再來，主管機關並非以全面強制之方式引進獨立董事，以及審計委員會，而是以部份強制之方式引進獨立董事，以完全自願之方式引進審計委員會。

我國同時具有制度選擇之彈性，與部份主管機關之強制手段，是不同於多數國家引進獨立董事的操作方法。因此，本段接下來試著勾勒出獨立董事制度自引進以來，我國於法制面以及實務上操作所形成的公司治理環境。

### 2.2.1. 公司治理原則

當重大的公司醜聞或者大規模關於公司的問題爆發，公司治理的改革總是成為焦點。至於什麼是公司治理？公司治理該改革什麼？所謂公司治理，原先應自商學的角度來解釋之，也就是經營者如何經營一間公司，並加強公

<sup>73</sup> 公司治理行動方案，前揭註 1，頁 3-4。

<sup>74</sup> 同前註，頁 4-5。

司績效，保障股東權益<sup>75</sup>。也就是說，公司治理起初應該是公司個別的事項，為對公司指揮與控制的體制，主要係來自所有權與控制權分離和代理成本的關係<sup>76</sup>。但是透過公司法制的更迭，各國主政者了解到，公司法制架構與一國的總體經濟的正向關係，而公司治理的政策，即是增進一國經濟上的效率與成長，以及投資人的信心很重要的一環。經濟合作發展組織

(Organization for Economic Co-operation and Development) 於 1998 年發表了一份關於公司治理的原則 (OECD Principles for Corporate Governance)，係為輔助各國進行公司治理法制結構相關之改革所訂定出之建議。其目的並非提供一套完整的公司治理法規，而是針對各種公司法制相通之應注意事項來提出改革之建議。畢竟，各個國家有不同的公司法體系，沒有一體適用的最佳公司治理法制。因此，各國利用本原則以進行適當的公司治理法制改革，提供該國公司及整體經濟一個有效的公司治理系統，以期增進投資人信心程度，以及有效率的市場經濟。本原則經 2004 年的修正之後，自原有之五大原則再新增一個原則，故目前共六大原則<sup>77</sup>，茲列如下：

1. 公司治理法制架構應符合法律規範，並且明確規範各監督、立法、及行政單位之職權，以促進透明與有效率的市場；
2. 公司治理法制架構應保障並輔助股東權之行使；
3. 公司治理法制架構應保障各股東之平等權利，包括小股東與外國股東，並應提供股東權受侵害之救濟方式；
4. 公司治理法制架構應以法律或協議方式，確立利害關係人之權利；
5. 公司治理法制架構應要求即時且明確之重大消息揭露，包括財務狀況、績效、股權資訊、公司治理等；

<sup>75</sup> 並參閱中華公司治理協會之定義，轉引自「強化公司治理政策綱領暨行動方案：問答集」，行政院經濟建設委員會，<http://www.cepd.gov.tw/dn.aspx?uid=843>，最後點閱時間：2010 年 5 月 25 日。

<sup>76</sup> 關於代理理論與成本之說明，參閱 Easterbrook, *supra* note 44；余雪明，證券交易法，頁 41-42 (2000)；王文字，公司法論，頁 20-21 (2008)。

<sup>77</sup> Organization for Economic Cooperation and Development, OECD Principles for Corporate Governance, 17-25 (2004). 並參閱林仁光，「公司治理之理論與實踐—經營者支配與股東支配之衝突與調整」，台大法學論叢，第 33 卷第 3 期，頁 18-29 (2003)。

## 6. 公司治理法制架構應確立董事會對公司之策略性指導權與對經營階層之監督權，以及董事會對公司與股東之責任。

以上皆為原則性之指導，其中與本論文較為相關之原則，是第六點與董事會直接相關的部份。第六點於次原則 E 中提到「董事會應能以客觀獨立之判斷處理公司事務（The board should be able to objective independent judgement on corporate affairs.）」，以及建議「若某些事務可能產生潛在的利益衝突，董事會應考慮以其非經營階層成員代以進行客觀獨立之判斷（Boards should consider assigning a sufficient number of non-executive board members capable of exercising independent judgement to tasks where there is a potential for conflict of interest. ....）」<sup>78</sup>，暗示了董事會中應設置如此之董事會成員，針對潛在性利益衝突之公司事務提供處理原則。本原則也暗示這樣的董事會成員，較能以客觀獨立之判斷處理之。另配合次原則 A 揭示的原則，「董事會成員處理事務，應在充分受告知的前提下，負誠信與注意之義務，為公司與股東之最佳利益為之（Board members should act on a fully informed basis, in good faith, with due diligence and care, and in the best interest of the company and the shareholders.）」<sup>79</sup>，應可推定前述之「具獨立性」董事可在潛在性利益衝突之公司事務，為公司與股東之最佳利益，以客觀獨立之判斷處理之。

### 2.2.2. 獨立董事制度之法源基礎與發展

我國獨立董事制度最重要的法源依據，係規定於證券交易法的第十四條之二中，其主要適用對象為依證券交易法發行股票之公司，得選擇適用獨立董事。也就是說，獨立董事制度，觀察法條之結果，係適用於公開公司，並且公司得選擇適用與否，本制度並非強制規定之設計。其中就獨立董事之資格，主要以兩方面的規定進行限制，其一是獨立性的標準；其二是專業性的標準。茲整理如下：

<sup>78</sup> OECD Principles for Corporate Governance, *supra* note 77, at 25.

<sup>79</sup> *Id.* at 17.

## 1. 獨立性標準：

獨立性之要求，於第十四條之二第二項明確揭示，並且獨立性之認定，授權與主管機關定之。金管會根據此授權，發布了「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」，其中獨立性之規定，在於該辦法第三條第一、二項中，以「負面表列」方式，排除「不符獨立性」之類型：獨立董事於選任前兩年與任職期間，不得：

1. 擔任公司或其關係企業之受僱人或董監事。然而若為公司或其母公司、公司直接及間接持有表決權之股份超過百分之五十之子公司之獨立董事者除外；
2. 為大股東<sup>80</sup>。其配偶、未成年子女或以他人名義持有亦計算之；
3. 屬前述不得擔任獨立董事之人之配偶、二親等以內親屬或五親等以內直系血親親屬；
4. 擔任公司之少數法人股東<sup>81</sup>之董事、監察人或受僱人；
5. 擔任與公司有財務或業務往來之特定公司或機構之董事、監察人、經理人或持股百分之五以上股東。
6. 擔任為公司或關係企業提供商務、法務、財務、會計等專業服務或諮詢之專業人士、或專業機構<sup>82</sup>之企業主、合夥人、董事、監察人、經理人及其配偶。

另應注意的是，若原先即擔任獨立董事之人，如卸任後再擔任原公司之獨立董事，將因前述之第一點與第五點提及的狀況而無法直接續任，極可能導致來源已經匱乏的潛在獨立董事人選，因為這樣的規定而狀況更惡劣。有鑑於此，本辦法於第三條第二項另有例外規定，緩和「兩年」的期限，使原先已於公開發行公司擔任獨立董事之人，如將赴原公司續任獨立董事，或者

<sup>80</sup> 此處大股東定義為持有公司已發行股份總額百分之一以上或持股前十名之自然人股東。

<sup>81</sup> 此處少數法人股東定義為持有公司已發行股份總額百分之五以上或持股前五名之法人股東。

<sup>82</sup> 此處專業機構之型態可為獨資、合夥、公司或機構。

赴與原公司有財務或業務往來之特定公司擔任獨立董事者，兩年的期限不適用，只要現已解職即可。

2. 專業性標準：

專業性之要求，亦與獨立性之要求，於同條項明確揭示，亦授權主管機關訂定。同辦法中第二條第一項規定獨立董事之專業能力與工作經驗之標準：

獨立董事需具備五年以上工作經驗，以及下列條件之一：

1. 取得商務、法務、財務、會計或公司業務相關之大專院校講師以上資格；
2. 法官、檢察官、律師、會計師或與公司業務所需之專職專技人員資格；
3. 商務、法務、財務、會計或公司業務所需之工作經驗。

3. 其他限制：

1. 違反即當然解任之「消極資格」<sup>82</sup>：

不得有公司法第三十條規定之「不適任經理人」情事；不得以公司法第二十七條規定之方式當選「法人獨立董事」，也就是僅自然人能當選獨立董事，且排除法人以代表人方式當選之可能；不得違反前述之獨立性與專業性之要求。

2. 兼職限制：

不得兼任其他公開發行公司獨立董事不得逾三家，也就是一人共可擔任四家公開發行公司之獨立董事。但若屬金融控股公司及其子公司之狀況，則屬於例外，原先擔任母公司獨立董事者，得兼任其子公司之獨立董事，不計入兼任家數，惟兼任子公司之間數以一間為限，超過仍須計入兼任家數<sup>83</sup>。

---

<sup>83</sup> 參閱金管證一字第 0960010070 號。

以上為針對獨立董事之資格所做出的限制。另外，證券交易法亦針對公司設置獨立董事之要求做出限制：其一，不得低於兩名的要求；其二，獨立董事席次之總數，不得少於董事席次五分之一。其中，五分之一之結論，是與受規範端，也就是證交法適用之公開發行公司所協調下的結果，有出現過的規定版本不得低於四分之一的版本<sup>84</sup>，可略見獨立董事之於經營階層之影響力不容小覷。詳後將有針對獨立董事席次比例之現況分析。

然而，證券交易法規定設置獨立董事之增訂，是 2006 年始正式修訂的版本，且獨立董事相關之規定，至 2007 年始生效。但我國並非 2007 年才開始實施獨立董事制度，正式增訂獨立董事是給予獨立董事一明確的法源與法律地位。早在 2002 年，當時的財政部證券暨期貨管理委員會，即分別對台灣證券交易所（下稱「證交所」）及證券櫃檯買賣中心（下稱「櫃買中心」）發布行政命令，要求該等機關修改其上市、上櫃審查規則<sup>85</sup>。因此，自 2002 年 2 月下旬開始，證交所及櫃買中心，分別修改且發布其上市規則，主要修改分別如下：

#### 1. 上市公司：

證交所依據證管會命令，修改「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」之第九條及第十七條。第九條為不宜上市之示例，其中第十二款原來之現行規定為「申請公司之董事會或監察人，有無法獨立執行其職務者」，修改完之規定為「申請公司之董事會成員少於五人，或獨立董事人數少於二人；監察人少於三人，或獨立監察人人數少於一人；或最近一年內其董事會、監察人有無法獨立執行其職務者。另所選任獨立董事及獨立監察人，其中各至少一人須為會計或財務專業人士」，並且原先第九條之不宜上市示例，

<sup>84</sup> 此版本曾出現於證券交易法 2004 年的修正草案，參閱林仁光，「董事會功能性分工之法制課題」，臺大法學論叢，第 35 卷第 1 期，頁 206-213（2005）。

<sup>85</sup> 致證交所之行政命令為（91）台財證（一）字第 172439 號；致櫃買中心之行政命令為（91）台財證（一）字第 172370 號。

證交所仍得以審議委員會之方式，個案允許讓其上市，條文修改後，則不能以前述之方式，允許其上市<sup>86</sup>。

## 2. 上櫃公司：

櫃買中心依據證管會命令，修改「證券商營業處所買賣有價證券審查準則第十條第一項各款不宜上櫃規定之具體認定標準」，係增訂第一條第十二款「申請公司之董事會或監察人，有無法獨立執行其職務者」之審查標準，該款下規定之審查標準，包括董事會成員不得低於五席，且獨立董事席次不得低於二席；獨立監察人之規定；獨立董監事之獨立性與專業性規定等。並進而修改「證券商營業處所買賣有價證券審查準則」第十條第一項，使未設置獨立董事之公司，應不准許其上櫃交易，亦不能以審議委員會之方式特許上櫃<sup>87</sup>。

因此，依據上述法規命令之整理，可以得出一個結論，自 2002 年二月下旬之後，原則上申請新上市上櫃之公開發行公司，必須設置獨立董事以及獨立監察人，否則不予上市或上櫃。以法律效果而言，如此之規定對於欲上市上櫃之公司，是強制性的。

然而，如此近乎等同於強制之措施，業界無論是否易於因應，總是會對其造成影響，甚至可類比為突襲性質的處分。主管機關為因應如此之措施可能造成衝擊，故發布了數個命令，以緩和可能造成的衝擊。例如：

## 1. 得出具承諾增補<sup>88</sup>：

如於前述強制設置之行政命令發布前，申請上市已舉行股東常會者，公司得出具承諾於下次股東常會或臨時會增補選獨立董事及監察人；如前述行政命令已發布，則申請上市公司得出具承諾於上市掛牌前

<sup>86</sup> 中華民國九十一年二月二十二日臺灣證券交易所股份有限公司（91）台證上字第 003614 號公告修正發布第 9 條條文；並自公告日起實施。

<sup>87</sup> 中華民國九十一年二月二十五日財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（91）證櫃上字第 06183 號公告修正發布第 10 條條文；並自公告日起實施。

<sup>88</sup> 參閱（91）台證上字第 003614 號。

增補之。然而，這樣的緩衝規定，僅持續了一年，下一年度申請的案件，則不適用本命令<sup>89</sup>。

## 2. 上櫃轉上市情形：

由於獨立董事與獨立監察人並非全面適用的制度，針對已經上櫃欲申請轉上市之狀況，主管機關特別發布命令，認定這樣的公司，可排除適用「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」<sup>90</sup>。

並且，主管機關亦明確表示，上櫃公司申請轉上市之情形，不適用「上市公司設置獨立董事、監察人之相關處置措施」，因此原則上這樣的公司，轉上市無須另設置獨立董事、監察人。然而，就算可以不用設置獨立董事與監察人，上櫃公司申請轉上市卻選擇不設置，依命令解釋，公司仍然需要揭露之<sup>91</sup>。而這樣的緩衝規定，已於2005年停止適用。以2005年一月一日為分水嶺，如該日期前，欲申請轉上市之上櫃公司已送進所有申請資料，則得適用前述之緩衝優惠規定；若該日期後尚未將申請案件提報至證券交易所進行審議，就算申請日期早於該日期，仍將比照新申請上市案件辦理之。換句話說，於2005年一月8日後尚未完成全部申請送件程序之案件，將視為新申請上市案件，因此，這些公司皆屬於新上市公司，故需設置獨立董事及監察人<sup>92</sup>。

## 3. 設置獨立董事監察人，不列入經營權重大改變：

選擇設置獨立董事監察人與否，將涉及經營權之變動。依據證交法第三十六條第二項第二款「對股東權益或證券價格有重大影響之事項」，於證交法施行細則第七條有相關實質規定，其中第九款的規定（加上第六款部份規定的影響，亦即有關董事如變動達董事會三分之一比例，表示董事會之變動可能屬於重大事項而應公佈），是其他足以影響公司繼續經營之重大情事等。證交所針對設置獨立董

<sup>89</sup> 參閱台證上字第0920000906號。

<sup>90</sup> 參閱（91）台證上字第101207號。

<sup>91</sup> 參閱台證（91）上字第102276號，說明第二點。

<sup>92</sup> 參閱台證上字第0930032147號，公告事項第三點。

事與監察人曾發布了相關的命令，指出於「發行人募集與發行有價證券處理準則」中第十二條第一項第二款第九目有關經營權發生重大變動之認定標準，設置獨立董事與監察人不屬之。而該條文規定內容，是針對特定狀況下<sup>93</sup>申請發行新股<sup>94</sup>，必須採申請核准制，而非申請生效制。該條文是針對經營權變動時，如遇申請發行新股時，特定狀況下，必須申請生效始得發行新股。證交所是在這個條文中，表示獨立董事與監察人之設置，不屬於經營權重大變動的事例。暫且不論獨立董事所致之變動是否重大，這是經營階層非常介意的事項，畢竟公司之經營貴在穩定，如為設置獨立董事監察人，而導致公司必須為此發佈重大經營權改變之消息，可能因此導致公司股價之波動，甚至造成發行新股的其他障礙。

據上之整理，我國對獨立董事與審計委員會的法制定位，使我國公開發行公司之董事會架構產生以下三種變化：



<sup>93</sup> 依照當時的規定，第十二條第一項第二款第九目之特定狀況，係指：「

一、所檢送之財務報告或財務預測顯示有增加主要產品(指該產品所產生之營業收入占該公司營業收入百分之二十以上)且來自該增加主要產品之營業收入合計或營業利益合計占各該年度同一項目達百分之五十以上者。但主要產品營業收入前後二期相較增加未達百分之五十以上者，該主要產品得不計入。

二、所檢送之財務報告或財務預測顯示取得在建或已完工之營建個案，且來自該營建個案之營業收入或營業利益達各該年度同一項目之百分之三十者。

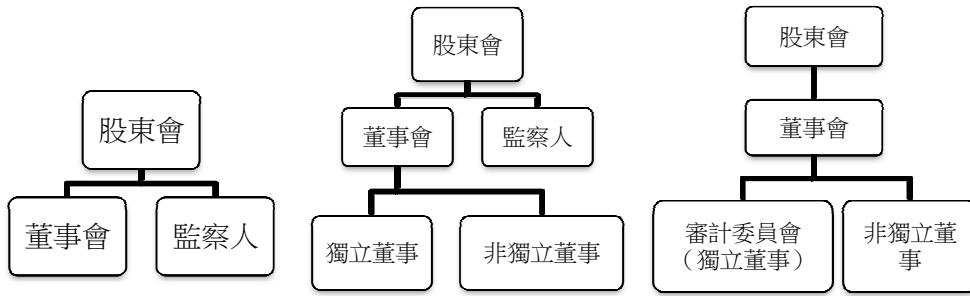
三、所檢送之財務報告或財務預測顯示受讓他公司部分營業、研發成果，且來自該部分營業、研發成果之營業收入或營業利益達各該年度同一項目之百分之三十者。」

<sup>94</sup> 此處指之發行新股，係指當時規定第六條第二項一至三款：「

一、股票已在證券交易所上市(以下簡稱上市)或上櫃公司辦理現金發行新股、合併發行新股、受讓他公司股份發行新股、依法律規定進行收購或分割發行新股者。

二、股票依財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則第五條規定核准在證券商營業處所買賣之公司(以下簡稱興櫃股票公司)，經本會核備其股票上市或上櫃契約後，辦理現金發行新股並委託證券承銷商或推薦證券商辦理初次上市、上櫃前公開銷售者。

三、股票未在證券交易所上市(以下簡稱未上市)或未在證券商營業處所買賣之公司辦理現金發行新股，依第十九條規定提撥發行新股總額之一定比率對外公開發行者。」



**圖表 B 證交法第十四條之二與之四增訂後公司架構圖**

左邊是我國典型股份有限公司的架構；中間是加入獨立董事後的架構，基本上並沒有什麼變動，只是董事會中分為兩種董事，併同選舉但分別計算當選名額；右圖則是改成設置審計委員會後組織架構，不設置監察人，改成單軌制，當然董事選舉部份亦為併同選舉，分別計算當選名額。

### 2.2.3. 獨立董事之選任方式與其職權

主管機關針對獨立董事的獨立性與專業性等做出了不少限制，對於一般董事卻無如此嚴密的控制。嚴密的控制底下，主管機關對於獨立董事的期待為何，其職權之於一般董事在任何方面有無不同？在選任方式方面，是否因其特殊之限制底下而不同？

首先，在選任方式上，公開發行公司選舉獨立董事，應於章程中載明獨立董事名額，並應採候選人提名制度提名，並且須與非獨立董事一併選舉。其中法規規定應採候選人提名制度，係針對獨立董事特別做出的限制，要求依證券交易法第十四條之二設置獨立董事之公開發行公司從之。也就是說，觀察候選人提名制度於公司法之規定，即可發現「候選人提名制度」僅是建議使用的制度，公司應經章程訂明採候選人提名制度，否則不被認定為採用候選人提名制度<sup>95</sup>。實務上與「候選人提名制度」相對的是指董監事候選人名單，基本上由董事會來提出，但股東僅於股東會通知上得知本次股東會議

<sup>95</sup> 參閱經商字第 09802090250 號。

程中列有董監事選舉之議案，股東需要到股東會現場，始知董監事候選人名單。雖然股東得現場提出自己的人選名單，但選任名單不透明的問題，以及股東至股東會現場始可分析候選名單等缺點，候選人提名制度因而引進，希望藉此可增進公司治理<sup>96</sup>。所謂候選人提名制度，係指公司法第一百九十二條之一臚列之規定，最重要的規定即是公司應公告受理候選人之提名，其中具提名資格身份者規定如下：

1. 持有已發行股份總數百分之一以上股份之股東；
2. 董事會；
3. 其他主管機關之特別規定。

其中法律並規定各提名之人數不得超過董事名額。既然有多數提名資格身份之人或機關，則應由何機關審核應提名名單？提名名單雖是程序事項，卻是董事會中權力的分配實質上的重大影響。依法規定，審核提名名單之權力在於股東會召集人中，原則上即為董事會，但對於提名名單之裁量權並不<sup>189</sup>大，僅能就列舉之程序性事項予以排除：提名受理期間已過、提名股東於停止股票過戶時持股未達百分之三、<sup>189</sup> 提名人數超出應選名額者，以及未附足夠相關證明文件。法規更進一步針對審核的過程增加限制，要求公司必須將審核過程錄影，且保存至少一年，如提名審核過程因有疑義而涉訟，錄影應延長保存<sup>97</sup>。

候選人提名制度之引進，旨在增進公司治理，雖在公司法中之規定係選擇性適用，但針對獨立董事的部份，依公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法與證券交易法第十四條之二第二項之授權，是強制必須採納之標準，可略見主管機關針對公司治理透明度與股東權益強化之意。但是否設置獨立董事之公司，該辦法亦及於一般董事之提名方式呢？依主管機關的看法，似乎是否定之見解，認為獨立董事與非獨立董事之提名制度是可以不同的，公

<sup>96</sup> 易明秋，公司治理法制論，頁 102-105（2007）。

<sup>97</sup> 參閱公司法第一百九十二條之一第六項。

司得依章程修改自行決定之<sup>98</sup>。然而前述這否定之見解，雖是維持公司自治之權力，是否這樣的函釋，會導致公司治理之推行力有未逮的問題？更有甚者，主管機關接著解釋，非屬公開發行公司，是不得適用候選人提名制度的<sup>99</sup>。針對法條如此之文義解釋，也許主管機關有稍作緩和的空間，以利推行公司治理之發展。

其中針對股東權益或公司透明性之顧慮較無影響的例子，例如金融控股公司下完全持股之子公司、政府或法人股東所組之一人公開發行公司，其獨立董事部份之設置，幾乎可視為其母公司之內部治理事項，如仍需遵照公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法辦理，反而增加公司不必要的成本，故法規規定得由該金融控股公司或政府或法人股東指派即可<sup>100</sup>。

再來，針對獨立董事之職權部份，首先注意到的當然是證券交易法第十四條之三之規定，該條整理出主管機關認定之重大事項，如公司已設置獨立董事，則該事項必須經董事會決議通過，且如獨立董事有反對或保留之意見，應於董事會議記錄載明。該條之重大事項條列如下：

1. 依第十四條之一規定訂定或修正內部控制制度。
2. 依第三十六條之一規定訂定或修正取得或處分資產、從事衍生性商品交易、資金貸與他人、為他人背書或提供保證之重大財務業務行為之處理程序。
3. 涉及董事或監察人自身利害關係之事項。
4. 重大之資產或衍生性商品交易。
5. 重大之資金貸與、背書或提供保證。
6. 募集、發行或私募具有股權性質之有價證券。

<sup>98</sup> 經商字第 09502011990 號第二點：「依公司法第 192 條之 1 第 1 項規定，公開發行股票公司董事選舉，得採候選人提名制度；又依證券交易法第 14 條之 2 第 1 項但書規定，經主管機關要求應設置獨立董事者，其獨立董事之選舉，依同條第 2 項規定，應採候選人提名制度。至非獨立董事部分是否亦採提名制度，則由公司股東會修正章程時自行決定。」

<sup>99</sup> 經商字第 09602006030 號：「…是以，董事、監察人之候選人提名制度，於公開發行公司，始有適用，非公開發行公司，自無適用候選人提名制度。…」。

<sup>100</sup> 參閱公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法第七條。

7. 簽證會計師之委任、解任或報酬。
8. 財務、會計或內部稽核主管之任免。
9. 其他經主管機關規定之重大事項。

以上所列之證交法第十四條之三之事項規定，是否為獨立董事之獨有權力？其實依公司法第二百零二條，董事會為業務執行機關，關於重大事項除非公司法或該公司章程另有規定，皆需依董事會決議為之，且上述事項既屬重大事項，依常理董事會亦不得全權委託與經理人決定，故無論如何，上述事項應經董事會決議，否則無從進行。因此，解釋上應不能視為獨立董事之獨有權力<sup>101</sup>，要求反對或保留意見記錄下來，不是獨立董事的獨有權力，非獨立董事亦能要求這樣的意見被記錄下來，因為這也是排除董事責任之手段，表示異議，可免除其對致公司損害之董事會決議之責任<sup>102</sup>。但獨立董事對某些議案表示之意見如為保留或者反對，依法必須公告之，此與一般董事之反對則是效力較為不同，透過重大訊息之公布，另可以引進外部市場的監督，有認為這樣的效力強度較一般董事之異議為強<sup>103</sup>。

綜上所述，我們可以發現，獨立董事在董事會中，雖然是個特殊的族群，職權方面卻與一般董事無異。就公司業務經營而言，他們確是董事，議案提至董事會進行決議，獨立董事一票的價值，與一般董事相同；就公司內部監督而言，一般董事與獨立董事相同，對於表示異議之議案，董事們皆可請求記錄於會議記錄中，雖然就監督之效力強度上，可能有所差別。因此，我們或許可暫下一個結論，僅僅單純獨立董事制度，而不加上其他的配套，就基本的董事會架構而言，並不會真正使得董事會經營模式產生實質的變化。只是在外部人加入後的董事會，或許開會時，將更謹慎一點。

<sup>101</sup> 參閱賴英照，最新證券交易法解析，頁 191 (2009)。

<sup>102</sup> 參閱公司法第一百九十三條。

<sup>103</sup> 賴英照，前揭註 101，頁 191。

## 2.2.4. 主管機關推動獨立董事制度之措施

如上可知，證交所為推動獨立董事與監察人之制度，發布了不少命令，就為消除獨立董事與監察人制度可能造成業界不適應的障礙，或者利用設置緩衝期間使受強制公司不至於感到受主管機關之突襲。然而，除降低強制設置端公司可能造成的反彈之外，主管機關更進一步積極地朝不受強制端之公司拓展獨立董事等制度。因此，主管機關亦就此提出了一些輔助方案，與獎勵方案。以下就主管機關使用的輔助及獎勵的方案作一整理：

### 1. 公開發行公司出席股東會使用委託書規則：

委託書徵求相關法規，係明確規定於本規則之第六條中。規定委託書徵求之相關規則<sup>11</sup>，主要係為維持委託書徵求活動之效率，能夠更容易使積極的股東，能夠透過徵求委託書，實質參與公司之經營。就此方面的觀察，為防止任一股東皆可使用而導致濫用這樣的規定，第六條首先規定了能夠使用大規模徵求委託書的股東身份，起初要求繼續一年以上持有已發行股份總數百分之十以上之股東，始得透過信託單位或股務單位徵求委託書，並且如此之委託，本規則允許在共同意見的議題上，得進行共同徵求；另一個防止濫用的方式，是規定選擇進行大規模委託書徵求之股東，如該次股東會包含舉行選任董事與監察人議案，該徵求人其中之一，必須為董事或監察人之被候選人之一，如此之設定，使當選之董事本身具有大股權，並且非常可能選上之董事或監察人即為法人董事或法人監察人。為設置獨立董事之公開發行公司，證交所就此規則，首先對大股東徵求大規模委託書之限制進行鬆綁，不再要求大股東必須為候選人之一，條文改成「股東會有選任董事或監察人議案時，第一項委託徵求之股東，其中至少一人應為董事或監察人之被選舉人。但擬支持之被選舉人符合獨立董事或監察人資格者，不在此限」；再來是針對少數股東之資格進行修正，原本徵求委託書必須以持有公司已發行股份百分之十以上並繼續一年，始得徵求委託書，然而，若該次股東

會有選任董事或監察人議案時，其所擬支持之被選舉人之一符合獨立董事或監察人資格者，原要求之百分之十，降至百分之八。降低委託書徵求之股權數門檻，應可實質上鼓勵股東積極加入公司治理事項之參與，並且同時推展獨立董事制度之設置。

## 2. 公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則：

公開發行公司之董事與監察人，依證券交易法有持股成數之限制存在，此概念與公司法之設定不同。「企業所有與企業經營分離原則」概念，終於在現在的公司法中落實，將原來之公司法第一百九十二條修正，指出董事由「股東會自有行為能力之人選任之」，已不強制在任之董監事，必須為具有股東身份之人。然而證交法的規定卻不與公司法同步，仍然維持公開發行公司之董監事必須持有該公司股權的要求，並且依照公司規模做出級距分類。前述之規定，主要揭示於證交法第二十六條，要求只要依證交法公開募集與發行證券之公司，其董事會與監察人持有之股份總數，需達相當比例之已發行股票，相關規定授權主管機關訂之。主管機關依前述授權訂定「公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則」。這樣的法規設計，是為公司董事與監察人之利益，利用實際持有股權之方式，將其利益與公司聯結在一起，立意是使董事監察人盡力為求公司之最大利益時，自己也能雨露均霑，也就是學理上所稱之「利益合致假說（Convergence-of-Interest Hypothesis）<sup>104</sup>」。當然，這樣的設計與獨立董事制度有某程度的扞格，因此該規則進行修正，「公開發行公司選任之獨立董事、監察人，其持股不計入前項總額；同時選任獨立董事二人以上、獨立監察人一人以上者，獨立董事、監察人外之全體董事、監察人依前項比率計算之持股成數降為百分之八十」<sup>105</sup>，以上係於 2002 年 11 月 15 日所修正條文（大部份條文內容沿用

<sup>104</sup> 參閱賴英照，前揭註 101，頁 206-207。

<sup>105</sup> 參閱公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則第二條。

至今，僅在下一次的修正，將獨立監察人部份規定刪除<sup>106</sup>），係為消除推行獨立董事制度之障礙，排除選任之獨立董事、監察人計入最低持股成數之內；以及為獎勵設置獨立董事、監察人之公司，若設置獨立董事二人以上，該公司之全體董事監察人原訂之最低持股成數，以八折計算，可利用引進獨立董事，來降低董事會監察人對於維持最低股權成數之壓力。

### 3. 上市上櫃公司治理實務守則：

公司治理制度之改革，是全面性的，不只是獨立董事制度引進而已。因此，證交所與櫃買中心為推行良好公司治理制度，特別就此訂定了一套公司治理實務守則，供上市上櫃公司參照。理論上，這樣的公司治理「守則」係無法效性可言，僅僅是個交易所推薦其會員採用的一套公司治理制度而已。然而實務上，這樣的「守則」當然就成為官方認定的「良好公司治理」的模範，或者甚至為「最佳實務（best practice）<sup>107</sup>」示例。因此，上市上櫃公司如何達成所謂的「良好公司治理」，只要依照這套守則操作，原則上在主管機關的眼中即可過關。公司治理守則是一套輔助一般公司設置良好公司治理制度的手段。我國的公司治理實務守則內容之組成，係將強制性規定、建議性規定混合編入。最重要規定之一，是揭露的部份，守則並非強制所有公司皆須設置獨立董事，但是守則建議公司應設置獨立董事，如某公司未設置獨立董事，則主管機關要求公司之年報中，必須揭露其未設置獨立董事之事實。因此，無形中這樣的揭露要求，將成為實質上對公司的壓力，投資人在檢視其投資對象時，年報上已整理完畢該公司之公司治理架構及與守則的差異，更容易

---

<sup>106</sup> 獨立監察人於 2006 年不再被要求設置，參閱台證上字第 0950103919 號。

<sup>107</sup> 其實，我國「上市上櫃公司治理實務守則」即具有相當之意義，其英文譯名為 Corporate Governance Best-Practice Principles for TWSE/GTSM Listed Companies，就此似可略見主管機關對該守則成為上市上櫃公司的公司治理典範之企盼。類似之作法可參見英國之 Cadbury Report, available at [http://www.ecgi.org/codes/code.php?code\\_id=132](http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=132) ("1.3 At the heart of the Committee's recommendations is a Code of Best Practice designed to achieve the necessary high standards of corporate behaviour. ...") (last visited May 30, 2010).

直接的閱讀及判斷其投資決策，再決定要否投資，或者已投資之股東要否退出，甚至更進一步，對經營階層提出公司治理改革之要求。

### 2.3. 審計委員會的法制與發展

依照前段的推理結果，獨立董事制度也許未對董事會的經營模式造成實質的變化。然而，對董事會的經營模式真正帶來變化的修法，是在 2006 年正式明文化獨立董事時，亦同時引進之審計委員會制度。

審計委員會如何帶來經營模式實質的變化？首先自創設審計委員會之條文觀察，條文係設置於證券交易法中第十四條之四第一項，亦即審計委員會制度之適用對象，係依證交法發行股票之公開發行公司，其中第一項即開宗明義要求依本法發行股票之公司，應選擇設置審計委員會或者監察人。監察人原先即我國公司架構之法定機關，因此法條訂定之技術即是提供依證交法發行股票之公開發行公司另一個選擇，故公司得依此規定放棄我國傳統上之董事會二元制，不再設置監察人。

選擇設置審計委員會的公司，即是將分立之監察機關，整合進董事會，或者說，主管機關的想法，就是將監察人的概念，套在董事會中的獨立董事，進而組成審計委員會，此推理可以自觀察第十四條之四條第三項與第四項而了解。第三項規定，證交法、公司法及其他法律中關於監察人的規定，原則上皆於審計委員會準用之。至於第三項已經針對監察人相關之規定，全部準用至審計委員會了，為什麼需要第四項特定之準用規定？因為第四項是針對審計委員會的「委員」進一步準用監察人的規定。

#### 2.3.1. 審計委員會之組成與權力範圍

證交法針對審計委員會之組成，有明確的規定：審計委員會委員應至少三人、應由董事會全體獨立董事組成、委員應至少一人具有會計或財務專長。因此，主管機關透過審計委員會人數與資格的規定，進一步將獨立董事原本的至少兩名，提升到至少三名，是實質針對適用審計委員會之公開發行公司，

提高了設置獨立董事的門檻。其次，法規規定直接將「全體獨立董事」列為審計委員會之設計，令人不禁懷疑立法機關僅是為省卻另訂審計委員會委員選任之相關規範之煩，粗糙地將所有獨立董事預設為審計委員會委員。立法機關如此之作法，可能有下列缺點存在：

1. 無節制地增加審計委員會委員席次，妨礙公司自治之權力：

新增審計委員會，立意係為促進董事會中之「專業分工」與獨立超然的立場，以協助董事會進行決策<sup>108</sup>。如今法規直接要求「所有」的獨立董事皆為審計委員會委員，公司董事會是如何能夠進行「專業」的分工呢？雖然目前公開發行公司的董事會中獨立董事人數仍偏低，可能尚不足以讓公司或者主管機關注意到這樣的問題，然而立法不能只看現在，未來若獨立董事之比例如美國一般，朝董事會的多數變動，審計委員會將過於龐大，最後失去原本設置審計委員會係為專業分工、增加效率之美意。

2. 其他特別委員會：

觀諸美國及日本的單一董事會架構，其專業分工之「委員會」並非僅限於「審計委員會」之設置，其他至少另有「提名委員會」與「薪酬委員會」之設計，藉由專業分工的方式，來協助董事會決策。在這樣的專業委員會的設置中，通常係要求委員會中，須以獨立董事組成，或者至少要以獨立董事為多數來組成。透過分工的方式，來削弱董事會中央集權的問題，通常是削弱董事長權力的集中。因此，若我國之公司治理環境，未來分工現象亦成為主流，不應該每個審計委員會委員，又身兼其他的委員會，如此即非「專業分工」。可惜在我國目前引進的審計委員會設計上，審計委員會委員將不免面對這樣的潛在困境。

<sup>108</sup> 參閱立法院第 6 屆第 2 會期第 1 次會議議案關係文書，頁 4。立法院法律系統：  
<http://lis.ly.gov.tw/lcgi/lgmeetimage?cfc9cfcdcfcecfcdc5cccd2ccc8>（最後點閱時間：2010 年 6 月 5 日）

就證交法第十四條之四第二項規定之「審計委員會應由全體獨立董事組成…」部份，綜合以上所述，建議主管機關將「全體」二字刪去，如此一來，各公司之董事會可運用其裁量權，依照各獨立董事之專業，安排最適當之審計委員會委員，畢竟這應是公司內部事項，法規之要求應止於要求委員之獨立與專業性即足；並且，刪去「全體」二字，亦是提供未來引進其他特別委員會時，法律上定義的彈性，畢竟未來如欲立法設置其他特別委員會時，主管機關以「由全體獨立董事組成」之法律文字來訂定，似乎不妥。

審計委員會除繼受監察人之職權之外，證交法另有明定審計委員會之職權，而此職權必須依照委員會會議進行，委員不能獨力進行。相關條文係規定於本法第十四條之五以下，要求下列特定重大事項，必須先經審計委員會開會同意，再提董事會決議：

1. 依第十四條之一規定訂定或修正內部控制制度。
2. 內部控制制度有效性之考核。
3. 依第三十六條之一規定訂定或修正取得或處分資產、從事衍生性商品交易、資金貸與他人、為他人背書或提供保證之重大財務業務行為之處理程序。
4. 涉及董事自身利害關係之事項。
5. 重大之資產或衍生性商品交易。
6. 重大之資金貸與、背書或提供保證。
7. 募集、發行或私募具有股權性質之有價證券。
8. 簽證會計師之委任、解任或報酬。
9. 財務、會計或內部稽核主管之任免。
10. 年度財務報告及半年度財務報告。
11. 其他經主管機關規定之重大事項。

其實上述這些重大事項，大部分是與同法第十四條之三第一項載明之重大事項是相同的。也就是說，這些原已強制提至董事會進行決議，且獨立董事有

權將保留或反對之意見紀錄於議事紀錄中之事項，現在在設置審計委員會之公司中，這些事項，強制先提至審計委員會進行決議，是實質上賦予審計委員會之職權。一如前述，獨立董事依據本法第十四條之三所規定之意見紀錄權，並非專屬於獨立董事之權力，非獨立董事亦可要求紀錄，以防自己負擔可能產生對公司之責任。但是，當公司轉型成一元制的董事會制度，其中之獨立董事職權則是實質上擴張，上述十一款重大事項，全部規定要先經審計委員會同意，除第十款外，若審計委員會未經全體成員二分之一以上同意，董事會得由全體董事三分之二以上同意行之。

這就是實質權力賦予的意義，同樣的事項，獨立董事在無審計委員會成員的資格時，只得於董事會中與其他非獨立董事共同投票，而通常屬於少數的獨立董事，如真正反對該事項，也只能消極地要求紀錄反對或保留意見於議事錄中；但獨立董事屬於審計委員會成員的資格時，該事項就必須獨立出來先於審計委員會中審查。如委員會審查不通過，雖議案不當然被拒絕，依法該議案尚須提至董事會中投票。看似審計委員會之審查只是形式，反正到董事會仍能強行通過，但是強行通過有其門檻，依法若董事會仍欲通過該議案，則必須以全體董事三分之二以上同意始得行之，也就是說，若董事會中獨立董事席次比例高達三分之一，即有否決權，並且，獨立董事仍得在該議案上行使其意見紀錄權。甚至，法規在設計審計委員會制度時，針對可能利用董事之出席來操作董事會選舉的空間做出了回應，訂定審計委員會有議決權之事項者，法條中提及之「全體董事」並非指全體出席董事會或審計委員會之董事，此時法條要求「全體董事」，應以「實際在任者」計算之。這樣的法規訂定方式，等於推定每次董事會或審計委員會開會，實際在任董事都到齊，是實質增加審計委員會有議決權事項通過的門檻，董事會要推翻審計委員會決議之門檻也當然增加。

當然，前述之分析，是從審計委員會承繼監察人職權之後，針對董事會原有職權的分割，所進行的推理。主管機關針對除第十款，屬「監察人特有職權」之理由外，賦予董事會推翻審計委員會決議之權力，學說上有稱此設

計「無異將監察權又交回經營決策與執行者，等同於無監察權之設計<sup>109</sup>」，然而，若從監察人原自公司法、證券交易法所賦予之職權觀之，則可發現，其實證交法第十四條之五第一項所規定之以下各款，除第十款以外（第十款即對應至同條第三項之排除規定，同法第三十六條之財務報告應經監察人承認部份，不適用之。），原先即非監察人之職權，其他各款，性質屬於董事會之重大決策事項，觀同法第十四條之三即知，這些事項必須提至董事會，是屬於董事會之職權，監察人僅具列席權，得陳述意見，無投票權。至於主管機關是否真為區分監察人之「特有」與「非特有」職權<sup>110</sup>，可能亦有商榷之空間，就同法第三十六條之規定而言，這當然是監察人特有之職權，未設置審計委員會之公開發行公司，財務報告必須經由監察人承認，無利用其他方式推翻之餘地。但是，第十四條之五第一項以下其他款次，並不屬於監察人職權，已如前述，因此主管機關理由敘明「特有」，應僅是指出這是監察人專有之職權，無意進行分類，況且，監察人之職權已全部準用至審計委員會上，如此一來，應無遺漏之監察人權力，是審計委員會不能行使的。所以審計委員會這樣的規定，若從監察人職權本質來看，也許不是限縮監察權，不如說，這是進一步對董事會原有之職權，增加事前的監督。

因此，審計委員會之制度設計，將重大事項的決定自一般董事會之議決事項分離，由審計委員會先審核，並提高了推翻審計委員會決議之門檻，如此設計是實質地改變了董事會的運作模式，屬於外部人的獨立董事是有機會在重大事項上行使相對有效的控制權。雖然學界與主管機關皆認為得經三分之二董事會之同意來推翻審計委員會決議，是妥協下的產物<sup>111</sup>，這與只設置獨立董事之公司，權力上分配仍無真正變動是相差許多的，就這樣法規上的突破，相信是值得鼓勵的。

<sup>109</sup> 劉連煜，「獨立董事是少數股東之守護神？－台灣上市上櫃公司獨立董事制度之檢討與建議」，月旦民商法，第26期，頁42（2009）。

<sup>110</sup> 同前註，頁42-43。

<sup>111</sup> 同前註。並參證券交易法第十四條之五第一項立法理由：「三、另基於企業界實務運作之考量，及為免因審計委員會制度之推動，而影響公司營運之效率與彈性，於第二項所列事項如未經審計委員會全體成員二分之一以上同意者，得以全體董事三分之二以上同意行之，另因第一項第十款原屬監察人特有之職權，爰予排除。」

### 2.3.2. 監察人規定適用問題

立法技術係將所有「監察人」之規定，全部準用至「審計委員會」上，看似是無闊漏的制定方式，但是本質上兩者的概念差距，讓如此之立法看來粗糙，甚至可能有衝突產生，或是多頭馬車的問題<sup>112</sup>。首先，監察人係獨任制之設計，各個監察人皆有權實施監察權，審計委員會依法原則上需經開會決議通過始得實施監察權，觀察證交法第十四條之四第六項即知。然而，就算法律上審計委員會已確認是合議制的設計，但是在立法上準用之設計，主管機關卻將獨任制之色彩帶進了審計委員會，也就是說，審計委員會中之獨立董事，得獨立行使某些監察人之權力，舉例來說，獨立董事得依證交法第十四條之四第四項，準用公司法第二百一十八條第二項之規定，在監督公司業務執行時，進行必要之調查與文件查核（第一項）時，得代表公司委託律師、會計師審核之。前述之檢查業務權，在證交法第十四條之四第三項之準用規定之下，亦為審計委員會之權力。這是委員會與委員之法定權力上的衝突。再舉例來說，如果針對某業務之檢查權行使與否，委員會不通過而有委員認定應進行之，此時合議制則無評議之效力，反正委員得獨力進行之。

權力名稱	權力依據	權力重複內容
代表公司訴訟權	公司法§§213-214	公司與董事間之訴訟，依條文解釋，應是審計委員會或委員自己皆可代表（§213）；少數股東得請求對董事訴訟之對象，亦是二者皆可（§214）。
檢查業務權	公司法§218I,II	審計委員會及委員皆有權隨時進行調查公司業務及財務，以及請求董事會或經理人提出報告（§218I）；並皆有權委任律師、會計師審核前項事務（§218II）。

<sup>112</sup> 類似審計委員會準用所有監察人規定之討論，請參閱曾宛如，「監察人 v. 審計委員會 - 兼論監察人可否擔任公司律師或法律顧問」，月旦民商法，第 12 期，頁 84-89 (2006)。

停止請求權	公司法§218-2II	得經審計委員會合議，或委員自行要求董事會或董事執行業務違法、違背章程或股東會決議停止執行。
召集股東會權	公司法§220	審計委員會有權經合議，或委員自行認定應召開股東會時，召開之。
代表公司交易權	公司法§223	審計委員會或委員皆得代表公司與董事為自己或他人與公司為交易行為。

**表格 1 審計委員會及其獨立董事成員之權力重複表**

其次，公司法監察人一節，係站在董事會機構之外的監督角色定位在設計的，所以我們會觀察到，該節中必須重新對監察人進行定義（大部分亦是自董事及董事會一節複製過來的），但審計委員會及其委員無須再經監察人一節進行定義，畢竟獨立董事擔任審計委員會之成員，並不因此而失去其董事之地位，難道擔任審計委員會之成員，會改變其原先存在之董事地位，所以須經由準用的方式來定義「審計委員會之獨立董事成員與公司間的關係，從民法關於委任之規定」？見上述之舉例，應可推知這樣的準用規定是無此必要。

就審計委員會之獨立董事成員重複準用之規定計有：

法規概說	準用依據	準用規定為多餘之原因
董事之裁判解任	公司法§200	獨立董事成員雖為處理審計委員會事務，但這並不改其獨立董事之身份，解釋上應可直接適用第二百條。
監察人選任規定	公司法§216II, IV	獨立董事成員仍為董事之一，無須再定義獨立董事與公司之關係為委任（II）；針對獨立董事成員之資格，無須再準用「監察人準用董事」之規定（IV）。

監察人列席權	公司法§218-2I	審計委員會無須再透過準用規定，始取得列席董事會之權，眾委員皆具獨立董事身份，且有投票權，強度當然高過列席權。
監察人一般準用董事之規定	公司法§227	獨立董事已排除股權轉讓之大部份規定，無須再準用監察人準用公司之條文（§197I後,III）：審計委員會無法以委員會名義共同持股，遑論設質（§197-1）；股東會無法決議改選全體審計委員會，依解釋，應僅得全體解任董事會（因為審計委員會理論上不是股東直接選出，應不得對之進行如提出不信任案之手段）（§199-1）。

表格 2 審計委員會及其獨立董事成員之規定重複準用彙整表

以上略為針對主管機關將監察人相關規定全數準用於審計委員會，以及選用了數條文準用於審計委員會之獨立董事成員上可能造成的問題分析。或許透過準用的設計，能夠讓審計委員會相關的規定能夠簡潔明瞭，也能讓公司進行制度轉換時，得快速利用監察人的角度切入審計委員會。然而，審計委員會本質上架構，與監察人的差異，透過這樣的角度來瞭解監察人，可能不是個正確的方式。況且，僅一個條文簡略帶過的準用規定，要確認審計委員會的權責及相關規定，必須逐條對照才行，反而增加使用者的困擾。據此，本論文建議未來修法時，能將審計委員會重新獨立出來規範，而不是以準用方式來訂定之，希望可透過這樣的方式，明確規範審計委員會之職權，而不再以監察人的角度來看審計委員會。

## 2.4. 修法後實務發展：主管機關推動的措施

### A. 強制導向措施：

早在 2002 年開始，主管機關即透過行政命令，要求台灣證交所與櫃買中心，修改其上市上櫃規則，要求新上市上櫃之公開公司，必須設置獨立董

事，否則應不予上市，是主管機關實率先於修法前採取之強制方式。但是這樣的行政規則，當年並無任何法源依據，因此在 2006 年證交法修法之後，終於賦予其正式法律上地位。

其中除增訂獨立董事與審計委員會之正式法律上地位外，證交法亦正式賦予主管機關權力，得要求特定公司必須設置之。獨立董事設置之授權規定，是在第十四條之二第一項但書中，主管機關「應視公司規模、股東結構、業務性質及其他必要情況，要求其設置獨立董事…」；另外審計委員會之授權規定，則是在第十四條之四第一項但書中，主管機關「得視公司規模、股東結構、業務性質及其他必要情況，命令設置審計委員會替代監察人…」。從兩個授權條文中，可以約略看出主管機關對於獨立董事設置之迫切性，係要求主管機關務必就特定性質之公司，要求其設置獨立董事；而主管機關針對命令公司設置審計委員會之面向，則是留給主管機關裁量權，得視情狀再命令之。

而在 2006 年該次證交法修正後，主管機關的確針對獨立董事之設置，發出了強制的命令。主管機關依據第十四條之二之授權，訂定「公開發行公司應設置獨立董事適用範圍」<sup>113</sup>，要求符合下列規定之公司，強制應於章程規定設置獨立董事，其人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一：

1. 金融控股公司、銀行、票券、保險及上市（櫃）或金融控股公司子公司之綜合證券商；
2. 實收資本額達新臺幣五百億元以上非屬金融業之上市（櫃）公司。

也就是說，主管機關從兩個角度切入獨立董事適用之公司態樣，其一是金融保險相關之產業，其二是大資本之公司。透過這樣的規定，表示主管機關針對這兩種態樣的公司，對於公司治理之改革是最有必要的。與法令修正僅距兩個多月即發布的行政命令，是可能對這些公司產生不必要的衝擊的，所以除了上述這些新增的條文，是規定於 2007 年 1 月 1 日後才發生效力之外，

<sup>113</sup> 金管證一字第 0950001616 號，於 2006 年 3 月 28 日發布。

另於同法第一百八十一條之二規定，這些強制之規定，得自現任董事或監察人任期屆滿時，始適用之，提供受強制之公司一些緩衝期，不致對產業之衝擊過大。

另外於「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」中，除前述放寬擬支持獨立董事之少數股東門檻外，該規則於代理徵求委託書之公司方面，另外新增了強制的規定，係實質地落實支持獨立董事於各公開發行公司之作法。本規則於 2005 年 12 月 15 日修正第六條徵求之資格時，另新增規定（第二項）要求「信託事業或股務代理機構依前項（第一項）規定受股東委託擔任徵求人」之時，當前述公司事業取得委託書後，必須就委託股東擬支持之董事名單中分配選舉權數時，名單中獨立董事之選舉權數，應大於其他非獨立董事分配之選舉權數。利用這樣的規定，少數股東則不能為達成徵求委託書資格而擬支持獨立董事，等收到委託書後，再將選舉權數分配給其他非獨立董事。如主管機關允許這樣的實務操作有機會存在，則將架空原本係鼓勵股東參與並支持獨立董事制度之美意，因此通過如此之規定。如違反本徵求委託書之規則，則是違反證交法第二十五條之一規定，主管機關得依同法第一百七十八條，處新臺幣二十四萬元以上二百四十萬元以下罰鍰，且得連續處罰，並要求限期改善。甚至，檢舉違反本規則之公司，本法於同法第一百七十八條第三項，授權主管機關提供檢舉獎金，此舉當能活化投資人監督的角色，促進公司治理之品質。

此外，主管機關更針對某一些更特定之公司型態，要求其組織架構，較上述之金融保險業公司，以及大公司等，更為嚴格。這些特殊公司之規定整理如下：

#### 1. 公開發行股票公司股務處理準則<sup>114</sup>：

公開發行公司處理股務，係得委外辦理。原則上以綜合證券商、及依法得受託辦理股務業務之銀行及信託業為限。然而同準則有例外

---

<sup>114</sup> 參見公開發行股票公司股務處理準則第三條規定。

之規定，指出如一般股份有限公司亦欲受託辦理股務，則有門檻：公司資本額至少新台幣二億元；需有證券商持有其發行股份超過一半（且這些股份必須低於股東自己發行股份之百分之十）；並且董事會至少有三分之一之席次，由獨立董事擔任。而上述同樣的規定，於臺灣集中保管結算所股份有限公司審核受託辦理股東會相關事務之公司作業要點第三條亦再重申。

2. 臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則<sup>115</sup>：

另一較為特別之公司態樣，並非以公司之產業，或者以公司之大小作限制，而是以台灣公司經營實務上常出現的母子公司經營模型，而旗下子公司申請上市之態樣。這樣的申請上市態樣，站在主管機關的角度，為避免公司（集團）資訊透明度不足的問題，或像是避免「不以母公司為上市的主體，而利用其子公司上市，既可達到實質增資的目的，又可避免母公司因上市而受到資訊公開之要求」之投機方式上市，遂針對這樣的公司，做出更進一步之限制。本審查準則所規定之額外限制，謂該子公司雖符合本審查準則其他規定，但針對這樣架構的經營模式，設有額外的門檻必須符合，整理如次：

- 1) 申請公司應出具母公司與其所有子公司依照母公司所在地適用之會計原則編制合併財務報表，並另須出具我國會計師意見書，說明我國與他國之適用會計原則之差異與對財務報告的影響；
- 2) 前述之最近期合併財務報表，股東權益額須達新台幣 10 億元以上，且最近二個會計年度之營業利益及稅前純益占股東權益總額之比率，均應達百分之三以上，但申請公司係依本準則第五條、第六條或第六條之一規定申請上市，或於申請上市會計年度及其最近一個會計年度內與其母公司間之進銷貨往來金額未

---

<sup>115</sup> 參見臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第十九條（一般母子公司關係之子公司申請其股票第一上市之態樣）及第二十八條之六（外國發行人屬於母子公司關係之子公司申請其股票第一上市之特別規定）。

達其進銷貨總金額百分之十者，於上開獲利能力之比率得不適用之；

- 3) 申請公司之母公司，其聯屬公司，及其董、監事、代表人暨持有公司股份超過股份總額百分之十之股東，與其關係人總計持有該申請公司之股份不得超過發行總額之百分之七十，超過者，應辦理上市前之股票公開銷售，使其降至百分之七十以下。但如申請公司符合下列條件，則不在此限：
  - i. 設有審計委員會或獨立董事逾全體董事人數二分之一者。
  - ii. 本款所訂持有股份總額限制對象以外之人持有股數達三億股以上者。
- 4) 申請公司之獨立董事應至少三人。
- 5) 於申請上市會計年度及其最近一個會計年度來自母公司之營業收入不超過百分之五十，主要原料或主要商品或總進貨金額，不超過百分之七十。但基於行業特性、市場供需狀況、政府政策或其他合理原因者，不在此限。

因此，主管機關針對如此型態上市之公司，做出更進一步的獨立董事設置要求，如無三名獨立董事以上組成董事會，則證交所應不允許其上市。另外，針對這樣的公司，證交所不只利用棍子驅使其設置獨立董事，更進一步放出紅蘿蔔，指出申請公司如設置審計委員會，或者獨立董事逾全體董事席次二分之一者，且符合下款有關股權分散性較寬鬆的規定，則得不必辦理公開發行股票，強制將其股權更為分散。如此一來，因該公司已必須設置三名以上的獨立董事，再向前跨至獨立董事超過一半之增額，甚至設置審計委員會，所需跨越的門檻就更低了。

獨立董事的法律地位終於經證交法修法確定後，依該法必須設置獨立董事之公司，係受同法相關罰則之拘束，如不設置，得處新臺幣二十四萬元以上二百四十萬元以下罰鍰，且主管機關並應令其限期辦理；屆期仍不辦理者，

得繼續限期令其辦理，並按次各處新臺幣四十八萬元以上四百八十萬元以下罰鍰，至辦理為止<sup>116</sup>。

透過證交所推動公司治理其實是最有效率的方法之一，證交所依據其「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」中第九條第一項第九款與強制設置獨立董事相關之條文，另訂定「臺灣證券交易所股份有限公司上市公司設置獨立董事之處置要點」，其中明白揭示強制應設置獨立董事之公司，受本要點之拘束。也就是說，本要點拘束兩種公司，其一是2002年2月22日後向證交所申請有價證券上市之公司，其二是主管機關依證交法第十四條之二第一項但書要求應強制設置之公司，而目前就是指金融保險相關之產業，以及實收資本額大於新台幣五百億元之公司。本要點針對公司應維持設置獨立董事人數之規定非常嚴謹，要求公司如獨立董事之人數不足證券交易法第十四條之二第一項但書，或本公司上市審查準則相關規定者，必須在最近一次股東會補選之；如所有獨立董事均解任，則必須六十天內，以股東臨時會補選之。而罰則部份，若公司未為上述之補強措施，則證交所得通知該公司違約，處違約金十萬元，並且公司應自通知開始起算六十天內補選之。如公司仍未依前述補選，證交所依該要點，有權更進一步將該公司之有價證券列為「變更交易方法之有價證券」，簡單來說，證交所可將該公司打入全額交割股，對於上市公司而言，這是非常嚴峻的懲罰，該公司之股票流通性將顯著降低。然而變更交易方法，不是最終的懲罰方式，如公司變更交易方法後三個月內補選，證交所有權報請主管機關核准，終止該公司有價證券之上市<sup>117</sup>。

#### B. 誘因導向措施：

既然推動獨立董事制度是主管機關目前針對推動公司治理政策最主要的實施方向之一，主管機關除了各方面的強制方式之外，提供誘因以促進公開

<sup>116</sup> 參見證券交易法第一百七十八條第一項第二款以及第二項之規定。

<sup>117</sup> 以上有關證交所針對獨立董事缺額之處置，整理自臺灣證券交易所股份有限公司上市公司設置獨立董事之處置要點第四條。

發行公司自願採用獨立董事，也會是有效的推動方式之一。一如前述，在獨立董事僅出現於主管機關的函令，證交所與櫃買中心的上市上櫃規則之時，主管機關亦有針對推動獨立董事而實施的緩衝措施，甚至亦可歸類為誘因之一，以下就主管機關所採行之誘因措施作一整理：

### 1. 公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則：

本規則自 2002 年證交所及櫃買中心要求新上市上櫃公司強制設置獨立董事之後，即於 11 月修法，使計算董監事持有之股權限制，對獨立董事不適用，並且更進一步對其他董事與監察人提供優惠方案，如獨立董事設置二人以上，該公司董事會與監察人之成數，以八折計算之。持股成數之要求，背後法律的概念是利益合致假說，已於前文介紹過，此處不再贅述。獨立董事制度的概念，與該假說是站在全然不同的理論地位上，當然面對持股成數這樣的政策，一定要有所妥協。然而，本規則除緩和了董事會的持股成數，設置獨立董事之後，就連監察人的持股成數也接著緩和，從實施這樣的政策觀之，主管機關就設置獨立董事後的公司治理架構，似已不再如此堅持利益合致假說的立場。

同樣在成數查核規則底下，在審計委員會正式明文化後，能看到主管機關更積極的動作。首先是有關第二條第三項的新增，係指出已設置審計委員會之公開發行公司，不適用前二項有關監察人持股成數的規則。雖說這是當然之理，已設置審計委員會之公開發行公司，不得設置監察人，當然前二項監察人相關之規定不適用，新增的第三項至多僅是宣示規定。然而，本規則之後再修正新增同條之第四項，是主管機關正式放棄利益合致假說的態樣。第四項新增之部份指出，如公開發行公司選任獨立董事席次超過全體董事席次二分之一，且已設置審計委員會時，不適用本規則中有關全體董事及監察人持有股數各不得少於一定比率之規定。這樣的規定，即是證交法第二十六條的例外規定，提供公開發行公司提名選任其董事時，有

更自由的裁量權。

然而，前段持股成數要求豁免規定仍有一例外，即「金融控股公司、銀行法所規範之銀行及保險法所規範之保險公司」，不適用免去董事會持股成數要求之優惠。就主管機關的立場而言，如此之除外規定是能夠理解的。從公司法刪去股份有限公司董監事持股要求之相關條文時，證交法卻未將其成數規定一起刪去就能了解這個邏輯，因為公開發行公司的投資關係人性質，較公司法規範的公司性質更為分散（且不論是否為高度分散持股之態樣，無論如何，公開發行公司有其股權分散之要求。例如，上市公司之要求，係於上市規則第四條第一項第四款中揭示股權分散之規定，要求記名股東人數在一千人以上，其中持有一千股至五萬股之小股東不能低於五百人，且其持股必須占發行股份總額百分之二十，或滿一千萬股），投資人既然較為分散，影響投資人層面較大，而董監持股要求是促進董監為公司積極經營之重要措施，是證交法未刪去該條文可能的邏輯。同樣的概念，觀察金控公司、銀行、保險公司即可得知，這些產業的公司，得運用的資金遠大於其實收資本，例如銀行法之商業銀行，其能運用之資本最大來源，並非其股東之投資，係以存款為最主要之來源，屬於資產負債表上係屬於其負債項，不是資本；而保險公司的概念也類似銀行，其來自保單的收入是其得運用之資金，仍非屬於其股東之投資，不屬於其股東權益項。所以對於主管機關來說，上述公司的性質較一般公開發行公司能影響之層面更深且廣，為確保廣大投資人與關係人之利益，主管機關依前述之推理，針對這些公司仍維持成數規則之適用。然而利益合致假說自妥適性上，即受學說的挑戰，除觀諸他國立法例，無類似之立法外，要求也許非所有業務皆親力親為之董事須具一定持股，卻未對實際經營業務之經理人訂出相同的要求，是立法上理論的矛盾<sup>118</sup>。因此，對於主管機

---

<sup>118</sup> 賴英照，前揭註 101，頁 207。

關在設置審計委員會以及其獨立董事設置超過董事會席次一半之公司持股成數管制的鬆綁，應給予肯定，但是針對利益合致假說仍為證交法之主要理論，仍有檢討之空間。

## 2. 臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則：

前段已提及母子公司架構下，子公司申請上市的特殊規則，是針對這樣的經營模式，如經一般上市規則即允許其上市，可能招致的弊病所制定之更高標準。如何高標準已於前段說明，不再贅述。然而本部份再提出的重點係本審查準則，在審計委員會明文化後，亦接著修正加入以下之豁免門檻。就子公司的持股分散性所加諸的限制，要求母公司、大股東等持有子公司若超過七成，上市前應公開發行部份股份，以降低持股集中度。然若該公司除規則訂定股份總額限制對象以外之股東持股已達三億股，且其已設置審計委員會，或其獨立董事席次超過該公司董事會之一半，即是避免額外進行公開發行步驟的方法。對於這樣的公司，省卻這個步驟確是個促進設置審計委員會，或使獨立董事席次超過該公司董事會一半之誘因。

## 2.5. 小結

研究至今，我們可以確立的是，觀察美國發展的歷史脈絡，董事會的獨立性是一直更新的，透過美國董事會的演進，可以了解獨立董事之發展。最初是因緣際會，畢竟 1950 年代左右，董事會仍為諮詢性董事會，外部董事是董事會中較為少數的組成員。直至 1970 年代的醜聞爆發，經理人為維持公司經營之高度自主性，必須找出一個方法來阻止聯邦的介入，因此獨立董事與監督性董事會應運而生；1980 年代的併購風潮，主要係因司法的推波助瀾，促進董事會中的獨立董事比例，與實質獨立性的增加；而於 2000 年代，美國即嚐到因 1990 年代經理人報酬結構創新的發展無相當的監控，而發生前所未有的大失敗，而政治的氛圍直接導致聯邦對於經營自治的空間，更加緊縮，而獨立董事之獨立性要求也更為嚴謹。

而主要在美國對於獨立董事之相關限制，例如對於獨立董事獨立性之要求，是出現於各證交所，正好也是我國最初引進獨立董事之方式。而近年美國兩大證交所最重要的相關修正，就是將獨立性的判定責任，轉由各公司董事會進行確認，證交所之規則僅提供基本獨立性之要求，以及排除獨立性之情事。美國兩大證交所如此之設計，是讓各公司依其自治能力決定裁量基準，進而判斷孰者具獨立性，孰者不具等等，是反應「設計放諸四海皆準之獨立性標準」也許窒礙難行的事實，證交所的作法，也非常適當地將獨立性判斷之責任，放由各公司董事會進行決定，可能是我國應進一步考慮的規範方式。另一方面，美國針對董事會的分工上，非常細緻。目前各證交所多規定應有的分工機關，計有審計委員會、薪酬委員會、與提名委員會等。透過專業分工的方式，並要求各委員會以獨立董事為唯一組成來源，如此可實質上促進各公司設置獨立董事。至今美國獨立董事制度，已達高度發展的程度了，至 2008 年底的統計數字顯示，已有九成的公司，董事會中獨立董事席次高達八成；而樣本公司中執行長，有 76% 的執行長除了擔任本公司董事外，僅在一間額外的公司擔任董事，而有 36% 的執行長不在其他公司擔任董事；且樣本公司的提名委員會運作良好，有 76% 的提名委員會，未收到股東推薦董事提名；而樣本公司執行長的平均在職期間降至 5 年<sup>119</sup>。

雖然美國經歷了二次公司制度上的重大危機，獨立董事制度卻越蓬勃發展，並且隨著股東價值最大化主義成為主流，或許我們可以說，在美國公司法底下，股東價值最大化主義，獨立董事是一重要的輔佐制度。

再來回到我國之獨立董事制度。獨立董事制度係來自單一董事會的結構，已於美國法回顧之部份說明，因此獨立董事制度於我國法制中的地位，從法制結構的角度來檢視，也許可將獨立董事看成引進單一董事會的前置政策。然而，政策上的作法，自審計委員會職權廣泛準用自監察人的設計方式來看，即可發現，我國引進審計委員會是仍以監察人的角色來看待之，這樣也許不是了解單一董事會的最佳方式。暫且不談審計委員會繼受所有監察人權力的作法之優缺點，若引進獨立董事是引進

<sup>119</sup> Business Roundtable, *Business Roundtable Corporate Governance Survey Trends* (2008), available at <http://www.businessroundtable.org/sites/default/files/2008%20Corp%20Gov%20Survey%20Trends.pdf>. (last visited July 3, 2010)

審計委員會的前置政策，那麼在審計委員會似不甚廣泛被採用的現狀之下，獨立董事存在的地位即稍嫌窘迫，在我國的董事會性質非屬於監督性董事會的事實之下，其如何發揮在美國公司架構底下所被期待的監督角色？

所幸此二制度，我國是透過自願設置為主，強制設置為輔的方式引進。暫不論此二種制度引進後的設計方式正確與否，使用人，也就是受證交法拘束的公司，是得到了更多的選擇以經營其公司。也許使用人認為其需要獨立董事，因為這樣可以幫助其吸引國際之資金；也許使用人認為修改其公司制度，使之更接近美國的模式，的確能夠幫助其經營。公司法制本即應留有足夠的彈性，才能輔助公司的經營；公司法制不應該隨處設定限制，使公司無法自由經營其業務，更可能導致受規範公司成本共同之增加。若要透過立法進行限制，應該是為解決一併通之問題才訂定的，例如搭便車的問題（free rider problem）<sup>120</sup>。然而，我國引進獨立董事以及審計委員會制度後僅不到十年，我們除了為「增進公司治理」外，尚不清楚引進此二制度真正所致之成本與效益比例，或者制度所真正解決，或者帶來的問題。因此，若貿然強制各公開發行公司採用，將可能減損全部公開發行公司之競爭力。就算規定全部實施審計委員會制，將會對六成的公開發行公司帶來效益，那麼，主管機關如何能確定其他四成之損害，不會大於六成之效益<sup>121</sup>？因此，透過維持仍相對自由適用之規定，檢視兩制度於我國公司治理環境中的自然發展，並且試著分析可能帶來之優缺點，可能產生之成本以及效益，再針對缺點與成本改進，將會是較佳的規範方式，不必冒進而扼殺公司選擇的餘地。

---

<sup>120</sup> See Easterbrook, *supra* note 44, at 25-26.

<sup>121</sup> Frank H. Easterbrook, *The Race for the Bottom in Corporate Governance*, 95 VA. L. REV. 685, 694 (2009).

## 第三章、實證數據之分析

為觀察台灣獨立董事近年來的發展，特別是針對影響公司進行制度選擇之成因，以及整理分析本制度未來可能的方向，本論文透過公開資訊觀測站、證券資訊整合資料庫、以及真像王等公開資訊之資料庫，進行統整。公司調查之範圍，以上市公司為主，上櫃公司為輔，原則上以 2005 年至今之資料為分析主體，如非特別說明，以下數據之調查月份，以各年度六月為主<sup>122</sup>。

另外，以下數據因涉調查上市公司獨立董事之逐年設置成長趨勢，因此就公開資訊觀測站上取得之數字，需要進行必要的調整。公開資訊觀測站上取得之數字，係本論文進行調查當時，所有名列上市公司之獨立董事設置紀錄，全部列出，這樣會導致該公司上市前之設置紀錄，亦混在該資料中。因此，此處所指之必要調整，即是扣除調查年月根本尚未上市之設置紀錄，以求得更接近事實之數據，合先敘明<sup>123</sup>。

### 3.1. 2005 年及 2009 年獨立董事設置分析

#### 3.1.1. 設置情形總覽

	未設置	已設置	小計
2005 年	418	227	645
比例	64.8%	35.2%	100%
2009 年	455	276	731
比例	62.2%	37.8%	100%

表格 3 獨立董事設置總覽表

<sup>122</sup> 獨立董事之設置資料自 2005 年開始觀察，而非自 2002 年開始觀察，是因為公開資訊觀測站係自 2005 年始提供公開發行公司設置獨立董事之紀錄。

<sup>123</sup> 亦另有學說進行公開資訊觀測站上歷年獨立董事設置數字記錄之整理，然因未進行歷年上市公司之調整與確認，導致最終其數字顯示歷年上市公司設置變動不大。參見劉連煜，前揭註 109，頁 33，表一。

以上獨立董事設置之數據整理，於本論文附件一部份，詳列了我國上市公司 2005 年與 2009 年之設置情形。由上表可知，我國上市公司設置獨立董事之比例約為百分之三十七點八，逼近四成之結果，可以說獨立董事在上市公司的董事會中，自 2002 年正式引進我國後，已不是陌生的產物。然而，觀察 2005 年的數據，發現設置比例並未顯著增加，以數字表面觀察，僅有 49 間的增長幅度，而上市公司之總家數卻增加了 86 間，而未設置的上市公司家數亦增加了 37 間。其中公司的進入與退出，以及其自願選擇或受強制設置而影響統計之數字，是值得觀察的重點。

### 3.1.2. 設置自願性分析

	自願設置	強制設置	小計
2005 年	159	68	227
比例	24.7%	10.5%	35.2%
2009 年	75	201	276
比例	10.3%	27.5%	37.8%

表格 4 獨立董事設置自願性分析表

本表進一步分析表 1 各年度設置獨立董事之自願性。本論文依據以下規則，來分類公司設置獨立董事，屬自願設置或強制設置：

- 2005 年統計依據：（設置公司共 227 間）
  - a. 2002 年 2 月 22 日以後上市者，原則列為強制設置 (121)；
  - b. 但上述數字需扣除 2002 年 2 月 22 日時，已經上櫃之公司 (50)，以及 2002 年 2 月 22 日前已申請上市之公司 (4)<sup>124</sup>，2002 年 2 月 22 日時已經上櫃之公司嗣後申請上市，依相關規定得例外免除者<sup>125</sup>，該部分公司如有

<sup>124</sup> 此部分係以實際上櫃日期為計算依據，而非以申請上櫃日期為依據。此點係受限於申請上櫃之日期，現有之公開資料遲至 2004 年後開始記錄所致。參見櫃買中心，申請上市公司頁面：

[http://www.otc.org.tw/ch/regular\\_emerging/apply\\_schedule/applicant/applicant\\_companies.php](http://www.otc.org.tw/ch/regular_emerging/apply_schedule/applicant/applicant_companies.php) (最後一次檢閱: 2009 年 11 月 30 日)。

<sup>125</sup> 行政函釋台證字第 101207 號：「...按本公司九十一年二月二十二日公告實施之『有價證券上市審查準則』第九條暨『有價證券上市審查準則補充規定』第十七條修正條文，僅以初次申請上市者為規範對象，依

設置獨立董事情況，列為自願設置，但另外須加回 2005 年 1 月 1 日後上櫃公司申請上市之公司(1)，屬於強制設置<sup>126</sup>；

- c. 其餘為自願。(227-121+50+4-1=159)
- 2009 年統計依據：（設置公司共 276 間）
  - a. 2002 年 2 月 22 日以後上市公司者，原則列為強制設置 (203)；
  - b. 但上述數字需扣除 2002 年 2 月 22 日時，已經上櫃之公司 (37)，以及 2002 年 2 月 22 日前已申請上市之公司<sup>127</sup> (2)。2002 年 2 月 22 日時已經上櫃之公司嗣後申請上市，依相關規定得例外免除者<sup>128</sup>，該部分公司如有設置獨立董事情況，列為自願設置，但另外須加回 2005 年 1 月 1 日後上櫃公司申請上市之公司(1)，屬於強制設置<sup>129</sup>；
  - c. 依證券交易法發行股票之金融控股公司、銀行、票券、保險及上市或金融控股公司子公司之綜合證券商，暨實收資本額達新臺幣五百億元以上非屬金融業之上市公司，不論是否為 2002 年 2 月 22 日以後上市，均列為強制設置（2002 年 2 月 22 日前上市公司中，金融保險共 24 間，再扣除資本額 500 億以上非金融業公司共 12 間）；
  - d. 其餘為自願 (276-203+37+2-1-24-12=75)。

由上分析，自願性設置獨立董事之公司自 2005 年的兩成五，或 160 間公司，降至 2009 年的一成二，或 87 間公司。其中金管會依據證交法第十四之二條之授權，強制特定產業以及特定公司必須設置獨立董事，亦加速了自

---

主管機關之政策導向，已上市及已上公司（按：應為『已上櫃』公司）部分係將列為第二階段推動目標。...」因此，於 2002 年 2 月 22 日前已上櫃之公司，應不屬上市申請強制之對象，故歸類為自願設置獨立董事之公司。

<sup>126</sup> 按行政函釋台證上字第 0930032147 號：「...至於有關上櫃公司轉申請上市案件之審查程序，將比照一般初次申請上市案件辦理，對於九十四年一月一日前已申請，而未於九十四年一月一日之前完成提報本公司董事會核議之上櫃公司轉申請上市案件仍應一律適用。...」因此，原先皆應改歸類成自願設置之公司，其中又有一個例外，應歸類成強制設置之公司。後者例外中例外，僅有一間公司，鄉林建設(5531)，上櫃日 2001 年 6 月 19 日，轉上市之日期為 2005 年 1 月 31 日。

<sup>127</sup> 同前揭註 124。

<sup>128</sup> 同前揭註 125。

<sup>129</sup> 同前揭註 126。

願設置公司之減少趨勢<sup>130</sup>。以下將進一步分析原本 2005 年自願設置之公司，至今設置之情形如何。

另一方面，強制設置之公司總數則是大幅上升。其中最大的貢獻，當屬 2002 年 2 月 22 日之後，新上市之公司。原則上新上市公司應設置獨立董事，否則證交所依照上市規則，應不許未設置獨立董事之申請。

### 3.1.3. 自願設置後放棄之情形分析

	維持設置 (至 2009 年)	放棄設置	大資本	特定產業	合計
2005 年	67	81	5	6	159
比例	42.1%	50.9%	3.1%	3.8%	100%

表格 5 獨立董事自願性進階分析表

\* 關於前表各類別中公司詳細名單，詳見本論文附件二。

本表對照 2005 以及 2009 年之自願設置公司，可以發現繼續設置之公司，僅有 67 間，約佔 2005 年所有自願設置公司四成二。因行政規則之設置，技術性地調整至強制設置之特定產業及特定大公司，總數僅有 11 間，並非屬放棄設置類別中的多數。值得一提的是，2005 至 2009 年間，竟有 81 間公司，或者約 2005 年五成一之自願設置公司，四年間選擇放棄設置。

放棄設置之比例，約高於維持設置之比例一成之多！如此驚人的結果，其中可能代表獨立董事制度本身，無法帶給選擇使用之公司顯著的成效，而當初選擇設定帶來的公關價值已經不再，不如回到原軌，畢竟那是熟悉的董事會結構；也可能代表，獨立董事是額外的成本支出，對於公司的綜效以觀，選擇設定獨立董事之成本，高過設定獨立董事節省的支出。暫且不論背後放

<sup>130</sup> 金管證一字第 0950001616 號：「依據證券交易法第十四條之二規定，已依本法發行股票之金融控股公司、銀行、票券、保險及上市（櫃）或金融控股公司子公司之綜合證券商，暨實收資本額達新臺幣五百億元以上非屬金融業之上市（櫃）公司，應於章程規定設置獨立董事，其人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一。」故本函釋中所列公司，不能再依股東會決議排除設置獨立董事，不論原本設置是否出於自願，皆改列為強制設置。

棄的原因為何，放棄設置之趨勢值得繼續觀察，可以作為推動獨立董事制度非常重要的線索。

另外，新進自願之公司，係指上市後特定公司，這些公司於 2002 年 2 月 22 日前已上市，故不受現存之法規命令之拘束，而於 2005 年至 2009 年間自願加入設置獨立董事公司之行列。

### 3.2. 依產業別分析獨立董事之設置

類別	2005 年			2009 年		
	總家數	設置家數	設置比例	總家數	設置家數	設置比例
水泥	7	0	0%	7	0	0%
食品	20	1	5.0%	20	0	0%
塑膠	20	4	20.0%	21	4	19.1%
紡織	46	8	17.4%	46	2	4.4%
電機機械	34	10	29.4%	37	12	32.4%
電器電纜	12	1	8.3%	12	0	0%
化學	21	7	33.3%	23	4	17.4%
生技醫療	11	7	63.6%	13	8	61.5%
玻璃陶瓷	5	0	0%	5	0	0%
造紙	7	0	0%	7	0	0%
鋼鐵	26	1	3.9%	28	4	14.3%
橡膠	9	1	11.1%	9	2	22.2%
汽車	5	1	20.0%	5	1	20.0%
半導體	45	28	62.2%	58	35	60.3%
電腦週邊	53	25	47.2%	55	24	43.6%
光電	39	25	64.1%	57	38	66.7%

	2005 年			2009 年		
類別	總家數	設置家數	設置比例	總家數	設置家數	設置比例
通信網路	30	21	70.0%	34	18	52.9%
電子零組件	52	31	59.6%	72	40	55.6%
電子通路	20	13	65.0%	24	14	58.3%
資訊服務	10	3	30.0%	11	3	27.3%
其他電子	28	14	50.0%	34	18	52.9%
建材營造	35	7	20.0%	37	7	18.9%
航運	17	3	17.7%	19	2	10.5%
觀光	6	1	16.7%	7	1	14.3%
金融保險	37	5	13.5%	37	32	86.5%
貿易百貨	10	0	0%	10	0	0%
油電燃氣	8	2	25.0%	8	2	25.0%
其他	32	8	25.0%	35	5	14.3%
總計	645	227	35.2%	731	276	37.8%

表格 6 獨立董事設置產業別分析表

本表透過台灣證交所的產業分類，來進行細項產業之分析。我國主管機關目前特別就金融保險之產業下之上市上櫃公司，要求其強制設置獨立董事，卻非其他的產業。其中可能的原因，除了主管機關認為金融保險產業，需要更進一步的公司治理工具外（此時，我們也可觀察到，主管機關已認為獨立董事是更好的公司治理工具，卻未對獨立董事與監察人同時存在的不自然架構做出回應），是否還有產業別的影響因子可以觀察？因此，透過產業分析的面向，希望可以找出是否產業別，是造成設置獨立董事與否之影響因子之一，以及觀察各個產業，在自由採用獨立董事制度與否的前提下，有什麼樣的趨勢形成。

依上表顯示，有些產業類別，是自始即無公司設置獨立董事，計有水泥、玻璃陶瓷、造紙、以及貿易百貨。亦有些產業類別，自 2005 年以來，設置比例即高於五成，計有生技醫療、半導體、光電、通信網路、電子零組件、電子通路、以及其他電子等產業，共七類。粗略觀之，可以發現持續設置比例高於五成的產業類別，大部分皆屬於一般印象中的新興產業，亦即電子業相關及其他尖端科技產業。而自始即無設置之產業，屬於一般印象中的傳統產業。是否傳統產業與新興產業的差別，是設置獨立董事之顯著趨勢？

傳統產業，通常因應政策上的便利性，定義為新興產業以外之產業。依據行政院經濟部頒布之「傳統產業輔導措施」的定義<sup>131</sup>，係以「電子資訊業以外之製造業」為「傳統產業」，並細分為「金屬機械工業」、「化學工業」、「民生工業」三大類。學說上定義分歧，故本論文暫照經濟部分類，將電子資訊業以外的製造業，列為傳統產業<sup>132</sup>，電子資訊業列為新興產業<sup>133</sup>，並另列金融保險及其他產業<sup>134</sup>共四大項，進行分析。

### 3.2.1. 產業分類簡表分析

	2005 年			2009 年		
類別	總家數	設置家數	設置比例	總家數	設置家數	設置比例
傳統產業	266	50	18.8%	278	46	16.6%
新興產業	277	160	57.8%	345	190	55.1%
金融保險	37	5	13.5%	37	32	86.5%
其他產業	65	12	18.5%	71	8	11.3%

<sup>131</sup> 經濟部，傳統產業輔導措施，頁 2（2007 年）：

[http://assist.nat.gov.tw/GIP/wSite/UpLoad/download/39648\\_95013888890.pdf](http://assist.nat.gov.tw/GIP/wSite/UpLoad/download/39648_95013888890.pdf)（最後點閱時間：2010 年 6 月 10 日）。

<sup>132</sup> 屬於「傳統產業」之產業：水泥、食品、塑膠、紡織、電機機械、電器電纜、化學、生技醫療、玻璃陶瓷、造紙、鋼鐵、橡膠、汽車、建材營造、油電燃氣。

<sup>133</sup> 屬於「新興產業」之產業：半導體、電腦週邊、光電、通信網路、電子零組件、電子通路、資訊服務、其他電子。

<sup>134</sup> 屬於「其他產業」之產業：航運、觀光、貿易百貨、其他。

	2005 年			2009 年		
類別	總家數	設置家數	設置比例	總家數	設置家數	設置比例
總計	645	227	35.2%	731	276	37.8%

表格 7 獨立董事之產業簡表分析表

由上分析表可知，僅有新興產業，以及金融保險兩大類別，是五年來設置獨立董事總家數有實質增加的類別。然而，新興產業總增加的公司數目共 68 間，設置獨立董事增加的公司數目卻僅有 30 間。五年來，就算新興產業新增了不少公司，總設置比例卻稍微下降，可看出設置獨立董事的趨勢似乎有趨緩的跡象。

本分析簡表，將金融保險獨立出來，是因為該產業為因應主管機關的行政命令，自 2006 年 3 月開始，已為強制設置的特定產業。也因此，至 2009 年為止，金融保險產業之設置成果，已近九成。2009 年年底前，各公司董監改選，應可完成本產業公司百分之百設置獨立董事的政策目標。

至於傳統產業以及其他產業，不僅僅設置比例皆往下探，甚至設置家數也減少，雖然兩產業皆有新公司加入行列。然而，傳統產業中的細項別，仍有獨立董事設置數目成長的產業。以電機機械產業為例：2005 年設置數 10 間，2009 年設置數 12 間，包含 2 間放棄設置，4 間新進公司強制設置<sup>135</sup>。而其自願設置之比例，自 2005 年的六成，至 2009 年降至四成二。再以生技醫療產業為例：2005 年設置數 7 間，2009 年設置數 8 間，包含 2 間放棄設置，2 間新進公司強制設置<sup>136</sup>。生技醫療產業常給人新公司居多的印象，而事實上，設置獨立董事之公司並非全屬新上市公司之強制設置，自願設置比例於 2005 年，是五成七，2009 年降至三成八。這樣的自願設置五年來的表現，生技醫療與電機機械產業兩者，相差無幾。以下是傳統產業各項詳細的自願強制設置表。

<sup>135</sup> 放棄公司：江申(1525)、高林(1531)；新進公司：程泰(1583)、上銀(2049)、羅昇(8374)、喬福(1540)。

<sup>136</sup> 放棄公司：中化(1701)、必翔(1729)；新進公司：佳醫(4104)、懷特(4108)。

### 3.2.2. 傳統產業自願強制設置詳表

類別	2005 年				2009 年							
	家數	自願	強制	自願比例	放棄	自願放棄比例	家數	新增	自願新增	自願	強制	自願比例
食品	1	1	0	100%	1	100%	0	0	0	0	0	0
塑膠	4	4	0	100%	4	100%	4	4	0	0	4	0
紡織	8	7	1	87.5%	6	85.7%	2	0	0	1	1	50.0%
電機 機械	10	6	4	60.0%	2	28.6%	12	4	0	4	8	33.3%
電器 電纜	1	1	0	100%	1	100%	0	0	0	0	0	0
化學	7	6	1	85.7%	5	83.3%	4	2	0	1	3	25.0%
生技 醫療	7	4	3	57.1%	2	50.0%	8	4	0	3	5	37.5%
鋼鐵	1	1	0	100%	0	0	4	3	0	1	3	25.0%
橡膠	1	1	0	100%	0	0	2	1	1	2	0	100%
汽車	1	0	1	0	0	0	1	0	0	0	1	0
建材 營造	7	6	1	85.7%	3	42.9%	7	3	1	4	3	71.4%
油電 燃氣	2	1	1	50.0%	0	0	2	0	0	1	1	50.0%
總計	50	38	12	76.0%	24	61.5%	46	21	2	17	29	37.0%

表格 8 傳統產業自願性設置表

\* 關於前表各類別中公司詳細變化情形，詳見本論文附件三前段。

以上自願強制之分類，係依照前述自願性的分類方法進行分析，以求得到一致的數據。另外 2009 年的自願放棄比例計算方式，則是依照放棄家數，除以 2005 年自願家數，所得到的數據。然而，必須要另外解釋的是，雖然

僅有自願設置的公司，理論上始可自願放棄，在某些特定狀況下，放棄家數中會包含 2005 年原是強制設置的公司，此時，於表下的解釋會特別註明如此計算的原因。

4 間的差距，是前面簡表分析傳統產業在 2005 年及 2009 年的差別。如果仔細觀察個別產業進入與離開獨立董事制度的現象時，能夠輕易地發現，各自的消長大異其趣。

首先觀察 2005 年的設置狀況。該年度自願性設置公司數的統計為 40 間，比例極高，這可能代表 2002 年至 2005 年間，以上各產業公司的新進公司非常少，僅僅 10 間因新上市而受強制。再觀察 2009 年的設置狀況，除了總體數目下降了 4 間外，自願設置的公司僅剩下 19 間，其中更是包括 3 間新進的自願設置。2009 年共有 24 間放棄了設置，占 2005 年自願設置公司的六成。至 2009 年止，總共僅 27 間公司屬於新進強制的。

接著觀察各產業的表現，首先最有趣的現象是，傳統產業不乏僅有一至兩間公司設置獨立董事之類別，而這些類別表現在數字上，五年來變動不大；或許是這些類別走回原來的路，放棄設置獨立董事，以食品業、電器電纜業為例，我們可以觀察到，迄今該類別已無公司設置。又如鋼鐵、汽車、油電燃氣等產業，數字至今持平，並未有成長或削減。這些數據皆顯示，獨立董事制度的推展，產生的效用可能不大，或者政策的優點不足以推動這些產業積極設置。接著再分析變化較鉅的產業：

- 塑膠產業，五年來原有的 4 間自願設置公司，至今已全數退出，而另有 4 間新進強制的公司加入。因此，雖然數字上並無增減，實際上在塑膠產業，獨立董事可能不是各上市公司所偏好的編制。另外值得注意的是，塑膠產業新進的 4 間強制設置公司，有 3 間係因資本額超過 500 億的原因而受強制設置，因新上市而強制的公司僅有 1 間。

- 紡織產業是另一個變化劇烈的類別，原來的 6 間自願設置公司，迄今僅有 1 間繼續設置，強制設置公司數目亦未見增長。獨立董事之設置在紡織產業也是逐漸消退，不是該產業成員偏好的系統。
- 化學產業，從 2005 年的 6 間自願設置公司，驟降至 2009 年的 1 間，共有 5 間公司放棄設置。強制設置公司雖新增了 2 間，然而化學產業整體的獨立董事設置比例仍下降不少。

由上分析，或許我們可以試著得出如下的結論：傳統產業對於獨立董事制度的接受度非常的低，不僅僅五年來只有 3 間公司自願增設獨立董事，2009 年時，設置獨立董事公司自願設置比例亦遽降。至此也許可試著推論，傳統產業之於外部監督之需求較不明顯，可能是因為投資人的漠視；也可能是因為傳統產業中，公司間之競爭者歷年並無顯著增長的趨勢，致公司增設如此之新制度之意願更低；甚至，公司內部的權力角力，是沒有空間讓獨立董事存在的。政府如仍欲推廣傳統產業公司部份的獨立董事設置，必須找出吸引傳統產業公司改變董事會結構的誘因，光憑主管機關強制設置的方法，也許不是最佳的手段。

### 3.2.3. 新興產業自願性設置詳表

類別	2005 年				2009 年							
	家數	自願	強制	自願比例	放棄	自願放棄比例	家數	新增	自願新增	自願	強制	自願比例
半導體	28	18	10	64.3%	9	50.0%	35	16	1	8	27	22.9%
電腦週邊	25	15	10	60.0%	7	46.7%	24	6	3	11	13	45.8%
光電	25	13	12	52.0%	7	30.8%*	38	20	1	6	32	15.8%

通信 網路	21	14	7	66.7%	8	57.1%	18	5	0	5	13	27.8%
電子 零組 件	31	25	6	80.7%	11	44.0%	40	20	0	14	26	35.0%
電子 通路	13	9	4	69.2%	4	44.4%	14	5	0	5	9	35.7%
資訊 服務	3	2	1	66.7%	1	50.0%	3	1	0	1	2	33.3%
其他 電子	14	9	5	64.3%	4	44.4%	18	8	1	6	12	33.3%
總計	160	105	55	65.6%	51	45.7%*	190	81	6	56	134	29.5%

表格 9 新興產業自願性設置表

\*「光電」類別的自願放棄比例，是以 4 間除以 13 間計算，這是因為廣輝於 2006 年 10 月 1 日上市；而力特於 2009 年 6 月後，獨立董事缺額；以及悠齊雖歸類於強制設置，然而其設置獨立董事的歷史，直至 2008 年止，皆僅設立一名，性質較接近自願設置的公司，但 2009 年後獨立董事亦缺額。故上述三間公司暫不列入。這三間公司依公式原本皆屬強制設置，因此不能列入自願放棄比例的計算。最後總計部份，亦以 48 間除以 107 間計算之。另外，關於前表各類別中公司詳細變化情形，詳見本論文附件三後段。

新興產業的類別並不多，但是卻占了近七成所有設置獨立董事之上市公司。如單純從數字上看，新興產業五年來，設置獨立董事的公司，有 30 間的成長，相較於傳統產業，看似是政策實施比較有效的部份。然而我們知道，五年來的新增公司不少，共 68 間，比起帳面數字僅增加 30 間，新進公司設置的比例實在偏低，因此有進入細項分析的必要，以分析各產業的五年來的動向。

首先，新興產業於 2005 年的強制設置數字顯示，較傳統產業多出許多，而自願設置的比例顯示，較傳統產業低了一成多，推測是因為新興產業自 2002 年 2 月 22 日之後，新上市的公司較傳統產業多出許多。在我國長期以推動電子產業發展奉為窠臼的大環境影響之下，新上市公司激增，是容易被了解的結果。

再來，新興產業至 2009 年自願放棄的數字。新興產業放棄設置獨立董事的比例竟然將近四成六，僅僅較傳統產業低一成六！對於新興產業，這是令人感到驚訝的數字。原本對新興產業的印象，是較易接受新制的，較傳統產業更容易轉換制度的，較受國外影響的。當我們看到這些總體數據後，似乎暫可推翻這些既定的想法，並非如此準確。新興產業從數字上檢視，可以發現，並非較易接受這樣的新制。但是這樣解釋數字，只是打破新興產業較易接受新制度的迷思，並不代表新興產業一定是拒絕進行董事會的改造，這只是其中一個可能而已，產生與傳統產業類似的結果，還有可能是其他整體的因素。舉例來說，我國引進的獨立董事制度，帶來的實質效益不如維持原來的董事會結構；或者其他幾乎影響所有產業的因素；更大膽的推測，影響或促進各產業公司進行選擇的因素，根本尚未出現，因此回到原來熟悉的董事會結構，是合乎常理的作法。<sup>137</sup>

我們接著再看看各細項產業的發展。首先先注意到的是，新興產業在細部各產業的自願強制設置狀況，也許是因為樣本比較多的緣故，五年來的表現頗接近類別平均值。新興產業的發展具有相當程度上的同質性，若進一步利用標準差，來計算「2005 年自願比例」、「自願放棄比例」以及「2009 年自願比例」，則更能觀察到新興產業與傳統產業明顯的差異<sup>137</sup>：

	自願比例(2005)	自願放棄比例	自願比例(2009)
傳統產業	24.4%	37.3%	24.4%
新興產業	5.3%	5.0%	6.8%
全體產業*	19.8%	26.5%	17.7%

表格 10 傳統、新興產業標準差比較表

計算上表各產業的標準差數字，目的是為了要求得各產業於大類別底下的表現，與該類別平均值的差異大小。所以，若得到的數字越大，表示該集合底下的數字越分散。傳統產業三個數字皆超過二成四，與新興產業以及全體產業的數字做個比較，能發現傳統產業的數字皆大於另外兩個大類別。從這樣的比較圖表，我們可以觀察

<sup>137</sup> 此處以及本節以下所指之全體產業，係指排除金融保險產業以外之全體產業。

到，傳統產業在設置獨立董事的狀況，由於數據各自太過分散，沒有辦法歸類出一個「傳統產業」的共同發展趨勢。然而，就新興產業的發展狀況而言，我們觀察到新興產業的標準差非常的低，遠低於傳統產業與全體產業的數字，因此，就我們對新興產業所做出的數據整理，應可代表相當程度上「新興產業」有個共同發展的趨勢。

回到各項新興產業的簡表，新興產業之發展直至 2009 年，仍具有高度自願設置的產業，僅剩近五成的電腦週邊，原因極可能是因為電腦週邊產業，新上市的強制設置獨立董事的公司偏少，只有 3 間，而自願放棄的比例，依然接近新興產業類別的平均值，一共放棄了 7 間。

因此，依產業做劃分之標準來看各上市公司設置獨立董事之意願，可以在新興產業類別看出相對清晰的趨勢。我們可以從自願放棄之類別可以看出端倪，新興產業之各項產業，平均近四成六之放棄比例，五年來共 51 間公司放棄。主管機關雖發布強制之相關行政函令，使總體設置之公司數上升，但是不能不注意到，在新興產業中，從自願設置至放棄設置，趨勢不約而同地偏向放棄之一方，是主管機關須多留意之現象。

### 3.2.4. 依產業別分析審計委員會

審計委員會之設置，依法在我國仍是完全自願性適用之制度，主管機關目前尚無如獨立董事般，要求某些特定之公司必須設置審計委員會，雖然證券交易法中，已授權與主管機關相同的權限。透過觀察上市公司設置審計委員會之狀況，希望能夠找出線索，有助於了解現行上市公司對於董事會一元化的改革的趨勢。

類別	獨立董事家數	審計委員會	占獨立董事家數比例
水泥	0	0	N/A
食品	0	0	N/A
塑膠	4	0	0

類別	獨立董事家數	審計委員會	占獨立董事家數比例
紡織	2	0	0
電機機械	12	0	0
電器電纜	0	0	N/A
化學	4	0	0
生技醫療	8	0	0
玻璃陶瓷	0	0	N/A
造紙	0	0	N/A
鋼鐵	4	0	0
橡膠	2	0	0
汽車	1	0	0
半導體	35	6	17.14%
電腦週邊	24	4	16.67%
光電	38	1896	13.16%
通信網路	18	3	16.67%
電子零組件	40	1	2.5%
電子通路	14	0	0
資訊服務	3	0	0
其他電子	18	0	0
建材營造	7	0	0
航運	2	0	0
觀光	1	0	0
金融保險	32	6	18.75%
貿易百貨	0	0	N/A

類別	獨立董事家數	審計委員會	占獨立董事家數比例
油電燃氣	2	0	0
其他	5	1	20%
總計	276	26	9.42%

**表格 11 依產業別分析審計委員會設置表**

首先，我國要求審計委員會必須全體委員皆具有獨立董事之地位，因此，未設置獨立董事之公司，即無可能設置審計委員會，故上表以「N/A」表示無獨立董事設置之類別比例。再來，選擇設置審計委員會之上市公司，僅占已設置獨立董事之公司比例不到一成，自審計委員會正式實施以來已近三年，這樣的實施比例似乎不高。另外可以看得出來，願意實施審計委員會之產業類別，集中程度非常的高。以下另就前述傳統、新興產業之分類方式，另整理一統計：

類別	總家數	設置家數	設置比例
傳統產業	46	0	0
新興產業	190	19	10%
金融保險	32	6	18.75%
其他產業	8	1	12.5%
總計	276	26	9.42%

**表格 12 審計委員會之產業簡表分析表**

透過這樣的產業簡表分析，我們可以輕易了解，審計委員會之設置，集中在新興產業，以及金融保險產業中。新興產業選擇適用審計委員會之單一董事會制度，似可回應新興產業之公司，比例上較易接受新型態的公司治理模型，不需要持續維持傳統的架構。然而，傳統產業完全沒有設置審計委員會的紀錄。

金融保險業，相較於其他產業的公司，是政府高度管制的產業。這是因為該產業之公司架構，其股東權益並非其運作之主要資本來源，而是其負債科目，以銀行為例，其存款即是；而以保險公司為例，其保費收入則為其主要資金來源。因此，

此產業在營業風格之構成上，本就需要更高層次的透明度，更需要取得其客戶之信賴感受。利用此概念下去推論，此產業自願設置審計委員會之意願較高，就是合理的結果，也能夠間接印證透過審計委員會之設置，應具有傳達公司建立其信賴度積極面的效果。

### 3.3. 依資本額分析獨立董事之設置

資本額(億)	不足 10	10~50	50~200	200~500	500 以上	總計
家數	56	142	38	15	25	276
各類總家數	125	404	138	36	28	731
占施行獨立董事制度全體公司之比例	20.3%	51.5%	13.8%	5.4%	9.1%	100.00%
占該級距資本	44.8%	35.2%	27.5%	41.7%	89.3%	37.8%

表格 13 獨立董事設置資本額級距總覽表

\* 關於我國各上市公司之實收資本額詳細情形，參見本論文附件一。

主管機關除針對金融保險相關產業之公開公司，強制其應設置獨立董事之外，另一個強制設置獨立董事的標準，就是其資本額。主管機關要求公開公司如實收資本額高於新台幣 500 億元時，應設置獨立董事。也就是說，主管機關認為大公司應該設置獨立董事，依此邏輯推斷，其理由也許是，因為獨立董事提供更完備的公司治理。以「公司越大，更需要完備的公司治理，且增進公司治理之方案是獨立董事」為前提，本節即以資本額為級距，來分析是否公司越大，設置情形更為踴躍。

依上表數據顯示，資本額並非呈現「資本越大，設置越踴躍」的趨勢。反而數據於趨勢圖中，呈現圖表兩端較高之微笑曲線。首先，資本額級距最右方，即新台幣 500 億元以上之公司，依行政命令係皆應設置獨立董事，時至董監事皆全部改選完畢後，則設置獨立董事之比例將達百分之百。另外，資本額級距最左方兩欄，即「不足 10 億」與「10~50 億」，上市公司家數，加成後幾乎佔所有家數之七成以上，且設置獨立董事之比例，也是占所有設置家數約七成以上，我國經濟體以中小

企業為基礎的事實，完全可以從這組數據看出。雖說這兩組是獨立董事設置較大宗的區塊，然而以設置比例來看，可以發現，並不是這麼的踴躍，尤其是「10~50 億」組，設置比例約三成五，低於總平均。但可以發現的是，級距的兩端，出現設置比例偏高的現象。於「200~500 億」組，似是符合主管機關的前提，大公司需要完備的公司治理，故須增設獨立董事以加強之。然而這可能不是唯一的可能性，另一個提出的觀點是，也許該組是預備將實收資本額提高至 500 億以上，因此為符合主管機關的要求，即率先設置獨立董事，所以是種未雨綢繆的可能型態。相信這是主管機關所希望帶起的趨勢，可以由一部分的強制，帶起相類似公司之仿效，在本類別我們的確可以觀察到可能存在的現象。但此處須舉一個自「200~500 億」組跳至「500 億以上」組的例子：日月光(2311)。該公司於 2007 年九月所為之增資（包括盈餘轉增資、員工紅利轉增資等）<sup>11</sup>，使公司之實收資本額自 465 億元，激升至 539 億元，此時依主管機關頒布之行政函令，日月光應強制設置獨立董事。然而，日月光遲至 2009 年董監改選時，始有增設獨立董事之紀錄。因此，日月光的例子，似應是配合主管機關之要求，始於實收資本額超過 500 億元時修改章程，並於該屆董監事任期屆滿，終於新設獨立董事。否則，日月光之實收資本額，自 2004 年開始，即已達 400 億元以上，如公司有預為增資之需求，應早在該行政函令於 2006 年頒布時，即應考慮修改章程設置獨立董事，而非遲至已超過 500 億元後，始修改章程。因此，公司為預為增資之需求，而率先設置獨立董事之可能性大小，在實務上似乎有討論的空間。

以下再依自願設置獨立董事之公司，進行資本額級別分析：

資本額(億)	不足 10	10~50	50~200	200~500	500 以上	總計
自願設置家數	7	45	17	6	0	75
金融保險家數	0	4	11	6	11	32
設置總家數	56	142	38	15	25	276

資本額(億)	不足 10	10~50	50~200	200~500	500 以上	總計
自願設置占獨立董事制度全體公司之比例	9.3%	60.0%	22.7%	8.0%	0	100%
自願設置占該級距資本比例	12.5%	31.7%	44.7%	40.0%	0	27.2%
新上市強制該級距資本比例	87.5%	65.5%	26.3%	20.0%	0	100%

表格 14 依自願性分析資本額級別表

依上表扣除了強制設置之系統性影響後，大抵來說，自願設置獨立董事最大量的類別仍然落在「10~50 億」這組，設置數目的趨勢，仍不脫於扣除強制設置之圖表所呈現的趨勢。然而，本表最值得觀察的趨勢，是各級距自願性設置的比例變動。原本在前表顯現的「微笑曲線」，本表已經不再顯現原表的兩端升高的態樣，而成為 50 億以上的組別皆高於四成的狀況。從「不足 10 億」組來看，自願設置之數字如此之低是可以想見的，絕大部分該類別的公司，皆屬於 2002 年 2 月 22 日上市之新公司，因此在該類別底下，新公司居多的原因，自願設置的比例當然會非常低。最有趣的類別，當屬「50~200 億」這組。該組原本的設置比例最低，138 間公司中，僅 38 間設置獨立董事，約二成七之設置比例。進一步分析該 38 間的組成，則高達 17 間是自願設置，約是四成五的設置比例。

因此，於自願設置之資本額級距分析，約可得出以下的推論：較高之資本額，自願設置獨立董事之情形趨向積極。至於新上市受到強制設置之公司態樣，係多出現於小資本的類別，高資本的部份較少，例如，「200~500 億」組，雖有 9 間屬於強制設置，但事實上僅有 3 間是屬於新上市強制設置之態樣，另外 6 間是屬於金融保險產業<sup>138</sup>，係 2006 年後受主管機關之行政函令始強制設置。同樣情形也出現在「50~200 億」組，共有 11 間屬於金融保險產業。新上市強制比例的趨勢非常清楚，資本額級距和該比例呈現明確的反比走向。

<sup>138</sup> 計有萬泰銀(2837)、聯邦銀(2838)、大眾銀(2847)、寶來證(2854)、玉山金(2884)、國票金(2889)。

### 3.3.1. 依資本額分析審計委員會之設置趨勢

就像公司規模可能影響公司設立的型態一般，公司從監察人與審計委員會間選擇其一作為監督機關，也可能因為公司規模的不同，而有不同的偏好。以下就上市公司審計委員會之設置，同前以資本額利用級距來表示：

資本額(億)	不足 10	10-50	50-200	200-500	500 以上	總計
設置審計委員會之上市公司數	0	9	5	5	7	26
各類總家數	125	404	138	36	28	731
占設置審計委員會全體公司之比例	0.00%	34.6%	19.2%	19.2%	26.9%	100%
占該類資本	0.00%	2.23%	3.62%	13.89%	25.00%	3.56%

表格 15 審計委員會設置資本額級距總覽表

上表以「各類總家數」來作比照基準，是因為這樣能夠表達上市公司從監察人與審計委員會間做出選擇之比較。首先以設置數目來看，以較小資本「10~50 億」為最多數，共有 9 間，占所有設置審計委員會之上市公司比例約三成五；但最小資本「不足 10 億」的類別卻無設置數；第二多數是最大資本「500 億以上」的類別。這樣的趨勢有點類似前述獨立董事設置的態樣，然而審計委員會之設置完全自願，產生這樣的趨勢應僅可以暫先假定，小資本公司並非無法適用審計委員會。

如進一步檢視各類別設置審計委員會之比例，則有一非常清晰的趨勢可以檢視：公司實收資本額越高，其設置審計委員會之比例就越高。於「500 億以上」組，高達四分之一之公司已轉換成審計委員會之單一董事會架構；在「200~500 億」之組別，亦有約一成四之轉換比例。而在公司數最多的類別「10~50 億」下，雖有最高轉換的公司數，卻只有約百分之二的轉換比例。也許大資本公司之架構較為龐雜，但顯然並不影響大資本公司轉換成審計委員會之趨勢。反而是小資本公司轉換比例

之低是令人驚訝的，我們推定小資本公司的架構，比起大公司應該要是相對簡單，轉換起董事會架構，應該也是相對較易，而數據上顯示，在小資本公司，審計委員會並未得到同樣的青睞。也許影響小資本公司做出董事會架構之選擇因子尚未出現，而審計委員會之轉換所需之成本，成為實質上阻礙小資本公司轉換的絆腳石，故小資本公司不願意進行董事會架構之轉換。可能的吸引因子，以海外籌資為例，如小資本公司尚無海外籌資之需求，則將其公司改造成吸引海外籌資的類型（此時推定設置審計委員會，是吸引外資的一個因素，詳後述），就不是其考慮的重點。

### 3.4. 依董事會中獨立董事席次比例組成分析

獨立董事依據定義，是必須符合專業性與獨立性的要求的。我們要求獨立董事必須保持中立，與公司利益無衝突，始能專為公司利益盡其義務。雖然獨立董事的獨立性，無論在任何提名選舉之架構下，皆有可議之處，例如：提名人之決定權通常握在公司經營者之手、或者決策者以下屆不再提名該獨立董事為要脅等質疑。然而，獨立董事較內部董事遠離控制股東之掌握，至少能從選出董事後至下屆選舉前，讓經營者或是控制股東之影響降低，相較於內部董事與公司或是控制股東的關係通常深遠，較具獨立性。

董事會主要是以組織體的形式行使職權，因此，獨立董事在董事會中的席次比例，將決定獨立董事左右董事會決議的影響力，當然成為關注的焦點之一。我們期待獨立董事於公司重大決策事項上，能夠扮演中立與監督的角色，以捍衛公司與股東之價值，可以從證券交易法第十四條之三看出端倪。雖然於該條之規定，係指下列重大事項應經董事會決議，且獨立董事不同意時，可於董事會議事錄中載明之權力。然而，若獨立董事真不同意，獨立董事若席次足夠，根本無須被動地要求「載明」於議事錄，直接積極否決即可。因此，觀察獨立董事的席次在各公司的狀況，可以間接觀察到，各公司的決策機關，是否願意放手讓獨立董事掌握董事會，將董事會進一步塑造成類似監督之機關，而以經理人為主要經營之主體。

因此，為觀察各上市公司之董事會中，獨立董事所掌握之權力，本節以下就 2009 年所有設置獨立董事之上市公司之董事會席次，以及獨立董事之席次比例做一統計並進行分析，略勾勒出獨立董事於各公司所具之影響力大小之概觀。

以下有關董事會席次之統計，係以該公司前一次股東會董監事改選通知上載明之應選董事席次為主，獨立董事席次部份，則同本章其他部份之統計數字，且詳細整理於本論文之附件四。

獨立董事比例	不足 20%	20~35%	35~50%	50%以上	總計
2009 年	13	194	64	5	276
比例	4.7%	70.3%	23.2%	1.8%	100%

表格 16 公司設置獨立董事席次比例總覽

從上表可以了解，願意放手讓獨立董事控制董事會的公司占極少數，僅僅不到百分之二的公司願意如此，頗符合我國尚處轉型十字路口的現狀，從內部董事掌握大權的風氣下，能有 5 間公司肯放手，是值得追蹤觀察的現象。而處於絕對多數組別的「20~35%」，也不令人意外，多數獨立董事席次比例落在這組的原因，是由獨立董事之設置門檻，明文規定在證交法第十四條之二第一項，「已依本法發行股票之公司，得依章程規定設置獨立董事。但主管機關應視公司規模、股東結構、業務性質及其他必要情況，要求其設置獨立董事，人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一。」因此，各公司為符合這樣的規定，獨立董事至少皆應高於 20%。因此，各公司為符合主管機關之要求，且不至於影響董事會之控制權之下，僅做出 20% 之讓步，也是合理的結果。

### 3.4.1. 依獨立董事席次比例分析審計委員會

另外，就董事會中獨立董事控制力的分析，審計委員會之設置也是具有影響力的因子，畢竟，如設置審計委員會，則該公司必須至少設置 3 名或以上之獨立董事，且董事會處理之事務，將有實質的部份，轉移至審計委員會之職權。

獨立董事比例	不足 20%	20-35%	35-50%	50%以上	總計
2009 年	0	17	7	2	26
比例	0%	65.4%	26.9%	7.7%	100%

表格 17 公司設置審計委員會之獨立董事席次比例總覽

從上表可以發現，雖我國已有 26 間公司轉移至單一董事會架構，但雖有審計委員會，其獨立董事之席次比例仍然偏低，只有 2 間公司使獨立董事之席次比例屬於 50%以上，大部分仍低於 50%，甚至有 17 間，獨立董事之比例僅略高於法規要求，也就是 20%。

代號	名稱	資本額	審委會設置日	獨董席次	全體董事	獨董比例
2301	光寶科技	226.21	2007/06/21	3	11	27.27%
2303	聯電	1298.78	2009/06/10	4	9	44.44%
2330	台積電	2589.64	2007/01/01	4	8	50.00%
2337	旺宏	327.26	2009/06/10	3	15	20.00%
2342	茂矽	57.63	2008/06/19	3	9	33.33%
2352	佳世達	192.82	2008/06/13	3	9	33.33%
2409	友達	882.70	2007/06/13	3	9	33.33%
2430	燦坤實業	12.84	2009/01/01	3	7	42.86%
2837	萬泰銀行	355.35	2008/03/04	4	13	30.77%
2881	富邦金	812.54	2008/06/13	4	12	33.33%
2882	國泰金	967.09	2007/06/15	3	13	23.08%
2884	玉山金控	365.28	2008/06/13	4	13	30.77%
2885	元大金	810.21	2007/06/29	3	11	27.27%
2891	中信金	1013.44	2009/06/26	3	9	33.33%
3045	台灣大	380.09	2008/06/13	4	11	36.36%
3080	威力盟	17.01	2009/06/24	3	9	33.33%
3231	緯創	185.06	2009/06/23	4	9	44.44%

代號	名稱	資本額	審委會設置日	獨董席次	全體董事	獨董比例
3443	創意電子	13.13	2008/06/11	3	9	33.33%
3519	綠能	16.11	2008/06/10	3	9	33.33%
3576	新日光	21.07	2008/06/30	3	9	33.33%
3702	大聯大	89.38	2008/06/25	5	15	33.33%
6255	奈普光電	18.62	2009/06/10	3	7	42.86%
8008	建興電	88.75	2007/06/13	3	11	27.27%
8072	陞泰	10.00	2009/06/16	3	6	50.00%
8163	達方電子	31.68	2007/01/01	3	8	37.50%
9940	信義房屋	30.38	2007/09/12	3	7	42.86%

表格 18 2009 年設置審計委員會之上市公司詳表

以上為目前調查之上市公司設置審計委員會之詳表，其他審計委員會之設置整理，另表列於本論文附件五。上表透過分析其董事會席次，與獨立董事之席次來作比較。可以發現，上市公司就算設置審計委員會，並無明顯更進一步擴張獨立董事之席次，大部分公司仍僅 3 名獨立董事。就算有公司將審計委員會之委員數擴張至 5 人，其獨董席次比例並未較其他公司有明顯的提昇。而自 2007 年正式引進審計委員會之後，每一年設置之上市公司數目有穩定的提昇，2007 年開始分別為 8 間、10 間、8 間之設置紀錄。

	總數	董事席次均值	獨董席次均值	各公司獨董比例平均值
設置獨董公司	276	8.1	2.3	29.86%
設置審計委員會公司	26	9.9	3.3	34.75%

表格 19 2009 年設置獨立董事與設置審計委員會公司董事席次比較表

計算方式：以上各均值皆是各公司之統計結束後，類別各自加總後之平均數字，並非以兩均值相除得出獨立董事比例平均值。

從上表可知，設置審計委員會之上市公司之獨董比例確實較高，但是相較之下，其董事會人數也較多，也許是設置審計委員會之公司，傾向於新增更多內部董事於

董事會中，以沖淡審計委員之影響。本段論文之後段，將進一步說明關於審計委員會與公司獨立董事席次比例之高低，可能造成之影響與推論。

### 3.4.2. 獨立董事席次比例不足 20%組

「不足 20%」董事人數	7	9	11	12	15	總數
獨立董事人數	1	1	2	2	1	N/A
獨立董事比例	14.3%	11.1%	18.2%	16.7%	6.7%	N/A
公司總數	5	1	3	2	2	13
占全體公司比例	38.5%	7.7%	23.1%	15.4%	15.4%	100%
自願設置公司數	2	1	1	0	1	5

表格 20 「不足 20%」組詳表

本段解釋為什麼設置獨立董事有「不足 20%」的公司存在。會有這樣的現象存在，主要是因為有些公司係因董事因故辭職，故暫且缺額，致調查時該公司獨立董事設置比例低於 20%，下次調查應該就會回到 20%以上的標準。另外亦有非強制要求設置之公司，得不經修改章程，即宣告其設置獨立董事，亦可依此公告於公開資訊觀測站，則該公司即成為「已設置獨立董事」之上上市公司。公開資訊觀測站允許這樣的公司亦得公告「已設置獨立董事」之處理方式，似有討論的空間。以審計委員會為例，我國於 2006 年正式立法引進審計委員會後，主管機關即發布行政命令，要求修法前已設置審計委員會之公司，如其設置架構不同於現行相關法律規定，應停止使用「審計委員會」之名稱，為免混淆<sup>139</sup>。至於設置獨立董事，同樣也於同次修法已正式立法引進，且有門檻之限制，因此，公告自己公司已設置獨立董事，在法律上則應有一共同之認識，即如證交法第十四條之二及相關法規所示，應該至少設置 2 名且不少於董事會五分之一之席次，且應以修改章程為之。現在主管機關允

<sup>139</sup> 依據台證上字第 0950103919 號第四點：「目前已設置審計委員會者，得維持現行運作方式至委員會成員任期屆滿為止，惟若審計委員會不符合證券交易法規定之要件者，自 96 年 1 月 1 日起不得再使用審計委員會之名稱，倘該公司未來欲繼續設置審計委員會者，應配合修改公司章程及符合證券交易法規定。」因此，如公司欲設置審計委員會，而委員會之設置與法規有出入，則不能使用該名稱。

許未修改章程新增獨立董事之公司、非強制設置獨立董事公司中，董事會獨立董事席次比例低於五分之一或獨立董事設置低於 2 名亦可登記，可能混淆投資人對於「設置獨立董事」的既有印象，甚至公司可隨時終止設置獨立董事。最後則導致投資人必須自行查證該公司係受強制設置或自行設置之狀況，徒增交易成本。

### 3.4.3. 獨立董事席次比例占 20~35%組

「20~35%」董事人數	5	6	7	8	9	10	總數
獨立董事人數	1	2	2	2	2	3	2
獨立董事比例	20%	33.3%	28.6%	25%	22.2%	33.3%	20%
公司總數	5	5	83	5	46	18	1
占全體公司比例	2.6%	2.6%	42.8%	2.6%	23.7%	9.3%	0.5%
自願設置公司數	4	0	29	0	10	2	0
設置審計委員會公司總數	0	0	0	0	0	8	0
							17

表格 21 「20~35%」組詳表(1) 1896

「20~35%」董事人數	11	12	13	15	19	總數
獨立董事人數	3	4	3	4	3	4
獨立董事比例	27.3%	33.3%	23.1%	30.8%	20%	33.3%
公司總數	9	1	5	3	11	1
占全體公司比例	4.6%	0.5%	2.6%	1.5%	5.7%	0.5%
自願設置公司數	2	0	2	0	1	0
設置審計委員會公司總數	3	1	2	1	1	0
						17

表格 22 「20~35%」組詳表(2)

上列兩表係進入分析「20~35%」組之董事會組成。本組是董事會組成之最大群組，共有 194 間上市公司。依前述之推測，本組可能僅為符合法規而設定獨立董事之族群，然畢竟本組屬絕對多數，有進入細項觀察其他可能理由之必要。

首先，符合法定規則之「不得少於董事席次五分之一」，並不代表亦符合設置獨立董事人數亦達到法定之目標：獨立董事席次不得少於 2 名。依上表，本組仍有 5 間公司，其獨立董事僅設置了 1 名，並且大部分屬自願設置之公司，同樣有前述「低於 20%」組之疑慮，甚至有本類別之公司，明文於章程訂定如下列條文「...配合證券交易法第一四條之二規定，本公司上述董事名額中，獨立董事名額一至二人...」，令人產生疑惑的是，如該公司確配合證交法第一四條之二之規定訂定該條，怎麼獨立董事之設置，能夠小於兩名？

再來，值得持續關注的是，即便本組獨立董事之席次比例僅略達或超過法規標準（意即獨立董事的控制力可能較後兩組為低），審計委員會之設置，於本組亦處於多數，共有 17 間公司選擇設置審計委員會。如以本論文之推論為基礎，公司選擇轉型成單一董事會制度之動作，可以評價為公司欲跳脫傳統監察人效能不彰，而大刀闊斧地進行改革的積極態度。對於仍希望以內部人控制為主軸的本組，擁有最多的審計委員會設置數，不免帶有一絲矛盾的意味。對此可能的解釋是，選擇設置審計委員會，如前所述，公司能夠從這樣的動作，得到公司治理較為正面的評價，進而達到公司價值溢價上升之可能。然而公司卻仍不希望失去自己的掌控權，所以權宜之計，就是增加董事的人數，稀釋獨立董事在董事會中的影響力。

我們另外可以在本組觀察到，董事會大小的態樣非常多，從僅有 1 名獨立董事致不符法規標準的 5 人董事會，至人數高達 19 人的董事會都有。雖說董事會人數高達 19 人的例子只有一間，但已令人好奇為什麼需要這麼多的董事？董事薪酬部份暫時不談（較其他公司多出這麼多名額的董事，光是薪酬費用就是額外的成本），一個董事會人數逼近 20 人，是否真能做出好的決策？

再來，董事之組成，是屬於公司競爭力的一環，公司經過市場的考驗，理論上應會調整至最有競爭力的狀態。當然，各公司之經營型態相互有許多之差異，先以

獨立董事控制力之大小為假設，來檢視本組之狀態，在控制力偏低的環境底下，可能以 7 人董事會，其中設置 2 名獨立董事之架構，會是最佳的董事會架構。

#### 3.4.4. 獨立董事席次比例占 35~50%組

「35~50%」董事人數	5	7	8	9	11	總數
獨立董事人數	2	3	3	4	4	N/A
獨立董事比例	40%	42.9%	37.5%	44.4%	36.4%	N/A
公司總數	37	20	3	2	2	64
占全體公司比例	57.8%	31.3%	4.7%	3.1%	3.1%	100%
自願設置公司數	15	3	0	0	1	19
設置審計委員會公司總數	0	3	1	2	1	7

表格 23 「35~50%」組詳表

上表以「35~50%」為觀察組別，詳細分析董事會組成與意願之相關性。如果以「願意讓獨立董事掌握實權」與「僅符合法律規範」兩個設置獨立董事之中心思想來檢視，則出現在「35~50%」組之公司，其動機是否真已脫離僅依法設置之想法，頗值得探究。會高於 35%，可能會發生在公司章程規定應選董事席次極低，例如章程規定應選五人，則其獨立董事之席次比例即高達四成；或者是公司為了設置審計委員會，依證交法第十四條之五之規定，審計委員會之組成委員不得少於 3 人，且皆應具有獨立董事之身份。

經過細項分析，於 2009 年，公司董事應選人數為 5 人者，共有 37 間的董事會架構，以 2 位獨立董事、3 位非獨立董事所組成，一如前述之猜測，公司極可能僅為符合法規之規定，設置了兩位獨立董事。由於前述這種型態，僅是符合法律規範，如該公司仍不願讓獨立董事對董事會掌握過大的權力，可透過修改章程，增加董事會成員，進而削弱其權力。甚至許多公司於章程規定董事應選人數時，條文內容並非鎖定一個應選數字，而是訂定如「本公司設置董事六至九人，…，董事及監察人

人數由董事會議定之…前述董事名額中，設置獨立董事二至三人，…。」這樣的規定。由上可知，公司若要削弱獨立董事之控制權力，並不需要透過修改章程之作法即可達成，只要透過股東會召開時，增加董事會選任名額即可。當然，不將公司章程董事人數確切訂出一個數字的作法，不只有在本類別存在，只是對於僅符合法規標準而設立獨立董事之公司，這樣的疑慮更值得被提出討論。

無論如何，本組獨立董事，確有不應忽視的控制力。獨立董事於董事會決議之票數已逼近一半，如內部董事欲強行通過獨立董事皆不同意之議案，則內部董事必須盡量全部出席，以防議案不通過；且若議案強行通過，該議案則將附註多數獨立董事反對之意見，因獨立董事不願承擔該議案之責任。如此一來，在獨立董事皆不背書支持的狀況下，內部董事必須承擔該議案可能導致的後果，是否內部董事能夠這麼有自信的讓該案通過？

另一方面，有關董事會的重大決議事項，獨立董事之席次比例，事實上已經達通過決議的最低門檻。一般來說，董事會之重大決議，例如公司法第一百五十六條第五項，如公司欲發行新股作為受讓他公司之對價，則董事會必須出席率至少三分之二，且應經過半之董事同意始得為之。也就是說，獨立董事若要通過一董事會重大議案，其席次必須至少有三分之一的比例。雖然這並非絕對多數，但稱這樣程度的席次為有意義的少數絕不為過。

另一個更嚴格的董事會重大決議型態，能夠更進一步詮釋本組公司之獨立董事席次，可能已經取得相當程度之否決權了。所謂更嚴格的董事會重大決議，目前是出現在金融控股公司法<sup>140</sup>、銀行法<sup>141</sup>、票券金融管理法<sup>142</sup>、保險法<sup>143</sup>、金融機構出

---

<sup>140</sup> 金融控股公司法第四十五條第一項規定如下：「金融控股公司或其子公司與下列對象為授信以外之交易時，其條件不得優於其他同類對象，並應經公司三分之二以上董事出席及出席董事四分之三以上之決議後為之：

一、該金融控股公司與其負責人及大股東。  
二、該金融控股公司之負責人及大股東為獨資、合夥經營之事業，或擔任負責人之企業，或為代表人之團體。  
三、該金融控股公司之關係企業與其負責人及大股東。  
四、該金融控股公司之銀行子公司、保險子公司、證券子公司及該等子公司負責人。」

<sup>141</sup> 例如，銀行法第七十五條第五項規定如下：「商業銀行與其持有實收資本總額百分之三以上之企業，或與本行負責人、職員或主要股東，或與第三十三條之一銀行負責人之利害關係人為不動產交易時，須合於營

售不良債權應注意事項<sup>144</sup>等法律規則中，係要求公司在某些特定事項上，如欲通過該議案，董事會必須有三分之二以上之出席率，且必須要取得四分之三以上的出席董事同意，始可為之。也就是說，獨立董事只要董事會席次比例超過四分之一，即獲得實質意義上的議案否決權。以上列舉之法律，是有其共通點的。首先，這些法律皆是與規範某些特定政府高度管制之行業：金融控股公司、銀行、保險公司、證券商、票金公司等公司型態，皆是需經許可始得經營之行業。針對這些公司的董事會組成，主管機關已經在先前提及之行政函令，要求這些公司如屬於上市櫃公司，則應依證券交易法強制設置獨立董事。另一個相通點，即是這些法律中所規定的嚴格董事會重大決議，皆與「重大交易」之規範有關，也許是關係人授信<sup>145</sup>、也可能是關係人交易<sup>146</sup>等等。以銀行法為例，該法第三十三條第一項，對銀行關係人之擔保授信規定，要求「銀行對其持有實收資本總額百分之五以上之企業，或本行負責人、職員、或主要股東，或對與本行負責人或辦理授信之職員有利害關係者為擔保授信，應有十足擔保，其條件不得優於其他同類授信對象」，若授信金額達主管機關之金額上限，則該授信「並應經三分之二以上董事之出席及出席董事四分之三以上同意」。如此的法規訂定技術，即是對於「關係人授信」重大性的回應，尤其是對於這些高度管制行業之風險管控，與國家整體經濟之健全有非常大的連結。銀行法第三十三條之董事會決議限制修正，係於 1992 年即完成，然而對於過去內部人

---

業常規，並應經董事會三分之二以上董事之出席及出席董事四分之三以上同意。」銀行法另於工業銀行（第九十一條之一）章之非常規交易規定中，亦有董事會決議之類似限制。

<sup>142</sup> 票券金融管理法第四十條第二項規定如下：「票券金融公司依第四十九條準用銀行法條第三十三條第一項規定辦理授信達主管機關規定金額以上，未經董事會三分之二以上董事之出席及出席董事四分之三以上同意者，或違反主管機關依第四十九條準用銀行法第三十三條第二項有關授信限額、授信總餘額之規定者，其行為負責人處新臺幣二百萬元以上一千萬元以下罰鍰，不適用前項規定。」

<sup>143</sup> 保險法第一百四十六條之三第三項規定如下：「保險業依第一項第一款、第二款及第三款對其負責人、職員或主要股東，或對與其負責人或辦理授信之職員有利害關係者，所為之擔保放款，應有十足擔保，其條件不得優於其他同類放款對象，如放款達主管機關規定金額以上者，並應經三分之二以上董事之出席及出席董事四分之三以上同意；其利害關係人之範圍、限額、放款總餘額及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之。」

<sup>144</sup> 金融機構出售不良債權應注意事項第二點第三項規定如下：「二、金融機構出售不良債權時，除聯貸案件係由參貸行共同決定外，應依下列規定辦理：（三）擬出售之不良債權標的如含銀行法第三十三條及金融控股公司法第四十四條所稱之利害關係人授信案件，應經三分之二以上董事出席，及出席董事四分之三以上之同意。」

<sup>145</sup> 參見銀行法第三十三條、保險法第一百四十六條之三、票券金融管理法第四十條等。

<sup>146</sup> 參見銀行法第七十五條、第九十一條之一、票券金融公司從事衍生性金融商品交易管理辦法第十一條等。

比比皆是的董事會而言，進行這樣嚴格之董事會決議，要達到把關的效果不免可議。近年經主管機關之要求，銀行已必須設置至少兩成之獨立董事，且在本類公司中銀行之獨立董事，更是已取得上述事項之否決權，把關的效果應有實質提昇。

證券交易法對於審計委員會的職權設定，同樣也提昇了獨立董事於董事會中席次比例的重要性。該法第十四條之五，將原先特定議案應提董事會決議，獨立董事反對或保留意見時應加註於會議記錄之部份，改為特定議案應先送審計委員會審核及同意，再送董事會決議。但該條文第二項留下董事會否決的後門，「前項各款事項除第十款外，如未經審計委員會全體成員二分之一以上同意者，得由全體董事三分之二以上同意行之，不受前項規定之限制，並應於董事會議事錄載明審計委員會之決議」。也許這項的規定，能夠理解成主管機關對於審計委員會行使職權之妥適性仍有疑竇，故留下這道後門，維持董事會最終決定之權力。然而，如改從另一方面觀察本條文，則可發現獨立董事之重要性，有實質上的提昇。條文提到，若審計委員會否決了某議案，則該受否決之議案呈至董事會，須透過全體董事三分之二以上之同意，來推翻審計委員會的決議。換句話說，若董事會中，獨立董事之席次比例組成，高於董事會席次三分之一，則就算該遭否決之議案送進董事會，獨立董事仍然握有實質否決權。因此，審計委員會的設置，對於本類別之公司，對於獨立董事之控制能力，亦有相當程度上的增強。

總而言之，雖說本類別之公司尚未將董事會一般事務的控制力交予獨立董事，然而相當程度上，獨立董事已經可以造成影響。因此，對於願意讓獨立董事席次提昇到此層次的公司，應該給予其相當程度的肯定，並繼續關注其獨立董事於董事會中的活動。

### 3.4.5. 獨立董事席次比例占 50%以上組

「50%以上」董事人數	5	6	8	總數
獨立董事人數	3	3	4	N/A
獨立董事比例	60.0%	50.0%	50.0%	N/A

「50%以上」董事人數	5	6	8	總數
公司總數	3	1	1	5
占全體公司比例	60.0%	20.0%	20.0%	100%
自願設置公司數	1	0	0	1
設置審計委員會公司總數	0	1	1	2

表格 24 「50%以上」組詳表

本組則是我國上市公司中，願意讓獨立董事掌握五成以上控制力的公司。雖然本組公司總計僅僅五間，也許從這樣的公司數量而言，難以看出任何趨勢，我們仍然希望探討本類別公司之性質，是否有任何線索，能更了解董事會權力在如何之架構底下，較易順利轉移至獨立董事。

首先在這個表格中引人注目的是，本組自願性比例最低，僅僅兩成的公司，也是一間公司，屬於自願設置，比起總和超過兩成七之自願性設置比例是偏低的。也許僅百分之七之並非多大的差異，但是在一個期待會積極改造董事會之組別中，推測自願性設置應偏多是合理的，但在本組是相反的。然而，從另一個面向提出假設，就是「新興公司可能較容易接受新型態董事會設計，因為過去的包袱較少」，在本組倒是可以略見趨勢，共有三間公司是屬於新上市強制設置獨立董事的公司。

再看觀察本類別公司之產業別組成。本組五間公司，分別為台積電、建通精密、聯德電子、揚明光學、以及陞泰科技。五間公司全部屬於新興產業中之公司，分別屬半導體業、電子零組件業、以及光電業，這三種亦是獨立董事設置數前三高的業別。

接著檢視本類別資本額分佈之組成。本類別除了台積電的實收資本額遠超過其他四間，也就是逼近新台幣兩千六百億之外，其他四間之實收資本額皆落在新台幣十億元左右。如此之結果，似乎對於前節對資本額進行自願性分析之推論有點扞格，其實不然，前面提出自願性設置獨立董事之公司出現於高資本公司較多，僅是分析

自願設置之程度而已。現在本節提出，新興小資本公司可能較容易接受新型態董事會設計之假設，是著眼於公司對於新型態的接受程度。因此，不是觀察其設置獨立董事是否強制而已，尚須檢視其對於新型態董事會的運用方式，於本類別，則是觀察到其願意使獨立董事掌握一半或以上董事會之組成的現象。這也是我們希望能觀察到的現象，主管機關透過強制的方式，要求新上市上櫃、特定產業、或大公司，必須設置獨立董事至少 2 名及達董事會席次五分之一，當然不僅希望這些公司就只做到這樣就好，能夠進一步擴張應用範圍更好。如果能夠有強制設置的公司，選擇進一步應用，則這些公司將會是獨立董事制度之正向應用，當然會是獨立董事制度最佳的宣傳示例。

若暫時不以本論文所採之自願強制設置規則來解釋，細看各公司之設置歷史，則本組其中之一公司，表現了非常積極設置獨立董事之立場，也就是台積電。該公司自調查年份之始即有設置獨立董事，也就是自 2005 年即已設置。然而台積電並非至 2005 年始設置獨立董事，在我國雙軌制董事會架構之下，仍率先設置獨立董事，領先我國多數公司，甚至在審計委員會尚未正式引進前，台積電已於 2002 年設置該委員會，並更進一步於 2003 年設置薪酬委員會。台積電持續自願設置獨立董事，直至 2007 年始受行政函釋之拘束，故目前分類於強制設置。雖然被分類為強制設置，台積電積極將獨立董事制度引入公司之自願立場是毋庸置疑。值得一提的是，台積電之於公司治理積極的態度，成為其經營企業的模式的一部分，如此「台積電模式」成功的經驗，也成為現行上市櫃公司仿照的對象，跟隨台積電的脚步，增加獨立董事人數，以及設置審計委員會<sup>147</sup>。

台積電會如此積極地接受本質上非屬於國內系統的公司治理模型，也許自其公司股權之組成，能夠看出一點端倪。台積電 2009 年的股權結構如下：僑外部份總計略占六成五的股權，其中包含僑外法人，以及僑外證券投信基金；本國自然人投資部份略占一成五；政府投資部份略占百分之七；本國公司法人投資之部份僅佔不

<sup>147</sup> 「...新日光表示，由於公司營運日益壯大，為求公司治理透明化並與國際接軌，將仿照台積電成立『審計委員會』，除廢除既有的三席監察人外，還將新設一席獨立董事，獨立董事增置三名。配合審計委員會的設置，新日光將在 5 月 30 日舉行臨時股東會，修改公司章程。...」「新日光，成立審計委員會」，經濟日報，2008 年 4 月 12 日。

到百分之一。因此，針對如此之現象，我們可以作一推論，在僑外投資人比例偏高的公司，對於獨立董事與審計委員會等國際上認定為良好公司治理工具之設置，傾向較為積極。台積電對於延攬國內外知名企業家擔任獨立董事之動作亦是不遺餘力，不論是否這些獨立董事定居於國內，這樣的行動亦獲得廣大的曝光度。獨立董事是否定居於國內，與分析獨立董事之董事會出席率相同，皆是檢視獨立董事能否積極行使職務的一個因素。然而台積電對於選薦獨立董事候選人之作風，似是反其道而行，令人不免推論，選擇多數國外知名企業家擔任獨立董事，是台積電回應其股東組成多數之現象，也就是僑外法人及僑外證券投信基金；並且，知名企業家願意擔任台積電的獨立董事，是對其公司信譽之一種信任，可能使台積電在國際投資人間，更具投資之吸引力。

### 3.5. 依設置海外存託憑證分析

在前述台積電經驗部份，對國際投資機構之影響提出了假設，因此本段針對公司之主要海外籌資工具之一，也就是海外存託憑證（Depository Receipt, DR），進行分析，看是否對於獨立董事之設置有實質上的影響。

存託憑證是一種金融工具，係指本國發行人於他國境內，不以原有價證券形式直接發行，銷售與流通，而是透過他國之存託機構於他國發行可流通之可轉讓證書或憑證，該證書或憑證係表彰本國發行人已寄存於本國之保管機構之有價證券。而證書或憑證之持有人，是本國發行人寄存本國保管機構之有價證券之實際所有人。簡而言之，存託憑證即是國外投資人間接持有本國股票之方式。透過發行存託憑證，公司得拓展其他資本市場的投資客群，自國際市場挹注資金。存託憑證且具有可轉讓性，故透過存託憑證在國外的交易，能夠提昇公司的國際能見度，不僅僅是投資圈更易於接觸發行存託憑證的公司，對於消費者與客戶，亦是能見度提高。另外，在公司進行併購他國公司時，也能夠透過發行存託憑證的方式，來進行成本較節省的股權交換。

對國外投資人而言，投資存託憑證的方式，與投資其本國股票的方式大致相同，對於想要將資本配置於國外的投資人，欲避免或降低外國人直接投資所必需的額外

負擔，存託憑證是適當的投資工具。並且，對於同樣產業的公司，國外投資人在其公開市場中，能夠以同樣的幣別來比較這些公司。而對於國外投資人而言，因為持有存託憑證，與直接持有該公司之股票無異，故一樣可分配股息與獲得公司行動的通知，且皆以該存託憑證之幣值，與該國之語言為之。然而，投資人如何選擇存託憑證以投資呢？就像投資該國其他有價證券一樣，證券業主管機關會要求公司具備發行的資格，與要求公司作必要的揭露，投資人即得據以選擇其投資之對象。

一般而言，海外存託憑證最熱門的地區，以美國與歐洲為最大宗。其中上市地點又以紐約（紐約證交所、那斯達克、美國證交所）、倫敦、與盧森堡三地為要。存託憑證之發行，屬於各國主管機關與證交所之管理權限，各地之規定不盡相同，我們選擇最可能影響公司設置獨立董事及審計委員會的美國為例，故以下以美國存託憑證（ADR, American Depository Receipt）來說明公司架構可能如何受到發行美國存託憑證之影響<sup>148</sup>。

美國存託憑證，係透過美金為交易、清算與交割之有價證券。就像其他美國的有價證券交易，發行美國存託憑證必須受證券交易的相關法律規範之拘束。欲發行美國存託憑證，發行公司與美國之存託銀行設計一發行計畫。就計畫的發行目的而言，可以分為擴展國外股東結構與國外募資兩種，擴展股東結構的發行方式，即不發行新股，以現存之股票交付保管後，再發行存託憑證的方式，增加海外股東；而募資即國內發行新股，新股交付保管後，再發行存託憑證。就計畫的交易方式，可簡單先分為上市與非上市，前者發行之美國存託憑證，係指發行於紐約證交所（NYSE）、美國證交所（AMEX，現已屬NYSE集團）、那斯達克（NASDAQ）等大型證交所；後者指櫃台交易或者以私募之方式針對合格機構投資人（Qualified Institutional Buyers, QIBs）發行。

前述美國存託憑證須受到相關證券交易之法律規範所約束的原因，係存託憑證本身性質即有價證券，因此發行存託憑證，必須符合美國證券交易之基本法之約束，

<sup>148</sup> See J.P.Morgan, *Depository Receipts: Reference Guide* (2005), available at [http://www.adr.com/Common/Downloadcontent.aspx?filename=DR\\_Reference\\_Guide.pdf](http://www.adr.com/Common/Downloadcontent.aspx?filename=DR_Reference_Guide.pdf) (last visited May 10, 2010).

即證券法（Securities Act of 1933）與證券交易法（Exchange Act of 1934）。然而，就公司治理的層面而言，兩基本法並未針對獨立董事或審計委員會訂定相關規定，而是規範於其他法律或規則，主要即沙賓法案及各大證交所之上市規則。原則上，若該美國存託憑證計畫於美國公開發行（publicly offered），或者於各大證交所上市交易，則該發行公司須受到沙賓法案之拘束。反之，若無公開發行或者上市交易，該美國存託憑證計畫僅於櫃上交易，或者以私募方式為之，則無沙賓法案之適用。

以下就美國存託憑證之發行類型，以簡表形式表達各類型之特性：

Program Type	Listed on NYSE, Amex or NASDAQ	Unlisted	Retail Investors	Institutional Investors (QIBs)	Develop/ Shareholder Base	Raise Capital
<b>Level 1 Unlisted (OTC)</b>		◎	◎	◎	◎	
<b>Level 2 Listed</b>	◎		◎	◎	◎	
<b>Level 3 Listed/Public Offering</b>	◎		◎	◎		◎
<b>Rule 144A DR Unlisted/Private Placement with QIBs</b>		◎		◎		◎

表格 25 美國存託憑證類型表

雖然 SEC 對國外發行人的公司治理模型與美國之差異有所認知，並且為此等情形發布過豁免規則，國外發行人仍身處與美國國內之公司同一地位，共同競爭資本市場的青睞。因此，國外發行人為競爭自己在投資人評量上的優先順序，應該至少在公司治理方面，盡力與其他美國國內公司位於同一競爭地位。

至於其他地區之海外存託憑證，是否可能有類似之驅力，促進發行公司往設置獨立董事與審計委員會之方向移動？仍然是有可能的。例如公司治理溢價的影響，

可能驅使公司往國際投資人認可之一般「良好公司治理」之標準來修正其董事會結構<sup>149</sup>。而「一般良好公司治理」之標準<sup>150</sup>，在專業投資人方面，通常會強調董事會「獨立性」的高低，而在獨立性底下的實質內涵，則至少包含公司是否有獨立的審計單位、與獨立董事之組成情形<sup>151</sup>。

因此，我們假設公司如欲前往如美國般之其他資本市場，應該要對該市場之一般公司治理標準做出回應。故本文假定在這樣的市場，無論是美國或者其他資本市場，由於增進董事獨立性是一般對公司治理程度之期待，故設置獨立董事與審計委員會，發行存託憑證之公司應當較為積極。

以下就我國發行海外存託憑證之公司與公司設置獨立董事之相關性作一分析，其他海外存託憑證發行之相關資訊，整理於本論文附件六。至 2009 年止，我國共有 69 件發行海外存託憑證之紀錄，其中有三間公司各有兩次的申請登記，故總發行公司共 66 間。調查之標準為該公司之存託憑證初次發行日，例如，2005 年發行之公司，係調查自 2006 年 1 月 1 日前初次發行存託憑證之公司<sup>152</sup>。

	總發行公司	設置獨董(持續設置)	設置獨董比例
2005 年	56	23	41.1%
2009 年	66	34 (17)	51.5%

<sup>149</sup> 中國工商銀行董事長姜建清於訪談中表示，他注意到良好的公司治理，能夠吸引國際法人投資人，願意以溢價投資於良好公司治理之公司，尤其是開發中國家。他認為，提昇中國工商銀行之公司治理，是推動股東價值最大化的重要工具。See Dominic Barton et al., *A Chinese View of Governance and the Financial Crisis: An Interview with ICBC's Chairman*, THE MCKINSEY QUARTERLY, Mar. 2009, available at [https://www.mckinseyquarterly.com/A\\_Chinese\\_view\\_of\\_governance\\_and\\_the\\_financial\\_crisis\\_An\\_interview\\_with\\_ICBCs\\_chairman\\_2315](https://www.mckinseyquarterly.com/A_Chinese_view_of_governance_and_the_financial_crisis_An_interview_with_ICBCs_chairman_2315) (last visited May 10, 2010).

<sup>150</sup> 有關「一般良好公司治理」之要求，係因發行海外存託憑證，各證交所之要求不同，須考量發行公司選擇上市之證交所，才能個別審視，故使用「一般良好公司治理」之稱呼。See, J.P.Morgan, *Global Depository Receipts: Reference Guide* (2008), [http://www.adr.com/Common/DownloadContent.aspx?filename=GDR\\_Reference\\_Guide.pdf](http://www.adr.com/Common/DownloadContent.aspx?filename=GDR_Reference_Guide.pdf) (last visited May 10, 2010).

<sup>151</sup> Roberto Newell & Gregory Wilson, *A Premium for Good Governance*, THE MCKINSEY QUARTERLY, Aug. 2002, available at [https://www.mckinseyquarterly.com/A\\_Chinese\\_view\\_of\\_governance\\_and\\_the\\_financial\\_crisis\\_An\\_interview\\_with\\_ICBCs\\_chairman\\_2315](https://www.mckinseyquarterly.com/A_Chinese_view_of_governance_and_the_financial_crisis_An_interview_with_ICBCs_chairman_2315) (last visited May 10, 2010).

<sup>152</sup> 資料來源：公開資訊觀測站。<http://mops.twse.com.tw/server-java/t47hsc01?colorchg=1&step=0&TYPEK=ssi&>（最後一次調查時間：2009 年 12 月 2 日）。

	總發行公司	設置獨董(持續設置)	設置獨董比例
至 2009 年新增	10	6	60%

**表格 26 發行海外存託憑證公司之獨立董事設置分析表**

於 2005 年發行之海外存託憑證公司，共有 23 間公司設置獨立董事，已有超過四成的設置比例，比起一般上市公司 2005 年的設置比例約三成五高出許多。經過四年，海外存託憑證的發行似不甚踴躍，僅新增了 10 間發行公司。然而，10 間新進公司中，共有 6 間公司已設置獨立董事，也就是六成的設置。於 2009 年之調查，發行公司設置獨立董事之間數已達 34 間，設置比例已超過一半，約達五成一。值得一提的是，2005 年已選擇設置獨立董事之公司 23 間，共有 17 間仍持續設置至今，僅 6 間放棄設置，放棄率約二成六。另外，2005 年已發行海外存託憑證卻未設置獨立董事之公司，共有 11 間，在過去 4 年間設置獨立董事。而 11 間公司中，共有 7 間係因我國強制設置之相關規定<sup>153</sup>。

	設置獨董	自願設置公司	占獨董公司比例
2009 年	34	11	32.4%

**表格 27 2009 年發行海外存託憑證公司之獨立董事設置自願性分析表**

另外調查 2009 年自願設置獨立董事之公司數，一共有 11 間，或者是約三成二，這樣的數字亦較一般上市公司 2009 年約一成的設置比例，高出不少。如此之結果，可回應前述假定「公司為回應一般公司治理之期待，將對設置獨立董事較為積極。」

	設置獨董	設置審計委員會	占獨董公司比例
2009 年	34	13	38.2%

**表格 28 2009 年發行海外存託憑證公司之審計委員會設置分析表**

若欲分析公司對一般公司治理積極回應的事件，應屬設置審計委員會為最好的例子，因為審計委員會之設置，在我國目前全屬自願設置，主管機關尚無針對審計委員會發佈任何類似獨立董事之強制規定。因此，在 2009 年中設置獨立董事之 34

<sup>153</sup> 計有中鋼、日月光、鴻海（前三者屬於超過 500 億實收資本額公司），國泰金、中信金、第一金（前三者屬於金融保險之特定行業），遠傳（新上市公司）。

間公司，有高達 13 間公司已設置審計委員會，超過三成八的設置比例，是遠遠超過一般設置獨立董事之上市公司設置審計委員會之比例的。

	家數(件)	未上市	盧森堡	倫敦	紐約	那斯達克
2005 年	56 (59)	2	39	10	6	2
獨董設置	23 (25)	1	15	3	4	2
2009 年	66 (69)	4	46	11	6	2
獨董設置	34 (35)	2	21	6	5	1
審計委員會	13 (14)	1	7	2	3	1

表格 29 以各證交所上市發行公司之獨立董事設置分析表

上表以發行公司選擇之海外上市證交所來進行分析。首先最引人注目的是，盧森堡之證交所是台灣選擇海外存託憑證最熱門的選擇<sup>154</sup>，而不是美國兩大證交所，紐約與那斯達克證交所。然而，就設置獨立董事公司比例而言，盧森堡發行公司設置獨立董事則是不那麼踴躍，2005 年至 2009 年，總家數雖增加，卻皆未超越五成，反倒是美國兩大證交所之上市公司，五年來之設置比例皆非常高。以紐約證交所為例，自 2005 年，6 間即有 4 間已設置獨立董事，時至 2009 年則是 5 間，設置比例遠高於盧森堡與倫敦證交所。

接著分析各證交所設置審計委員會之情形。雖有 7 間已設置審計委員會之公司，於盧森堡發行，居各證交所之首，但是設置比例仍是以美國兩大證交所最高。再以紐約證交所為例，5 間設置獨立董事之發行公司，有 3 間公司已設置審計委員會；而那斯達克，雖發行公司僅 2 間，設置獨立董事亦僅一間，卻已設置審計委員會。因此，於美國發行存託憑證之公司，有設置獨立董事之公司共有 6 間，且其中 4 間已設置審計委員會。因此，應可推論，於美國發行存託憑證之公司，受到該國的一般公司治理之標準之影響頗深。

<sup>154</sup> 於盧森堡發行海外存託憑證，共有兩個證交所可供選擇：盧森堡證交所（Luxembourg Stock Exchange Main Market）與歐元多邊交易市場（Euro Multilateral Trading Facility, Euro MTF）。

### 3.6. 小結

自 2002 年，台灣證交所修改其上市規則後，獨立董事即已成為台灣公司治理的一部分，獨立董事制度的引進，已是既定的事實；獨立董事在台灣的公司治理模型中的定位模糊，也是不爭的事實。到底獨立董事之引進，只是為了自內部促進監控董事會，抑或是促進台灣公司之董事會架構自雙軌制轉型成單軌制？暫且不談主管機關引進獨立董事隱含的意思，獨立董事的存在，無論如何，就是賦予台灣的公司進行選擇。而依目前法制的架構，要求台灣的公司進行之主要兩大選擇有二：第一，如非屬主管機關強制設置獨立董事之公司，得選擇是否設置獨立董事；第二，無論是否自願設置獨立董事，如該公司已進行設置，則該公司得選擇是否進一步設置審計委員會。而這些公司在這兩階段，選擇設置獨立董事，或者審計委員會的可能原因，或稱驅力，即是本論文嘗試分析的重點。

首先，上市公司自 2005 年開始觀察之紀錄，五年來的獨立董事設置情形，並無顯著的提昇，雖然設置之數目是增加的，但是設置比例仍舊維持在四成以下。再搭配後面的自願設置分析觀察，可以發現，放棄設置獨立董事之情形，於上市公司間並不是罕見的事件。雖然獨立董事於上市公司間，已不是陌生的制度，獨立董事五年來提昇的數字，似乎主要僅靠主管機關的強制設置來增加。獨立董事制度對於吸引上市已久之公司們，可能是普遍缺少了吸引力，以致於自願設置公司之數目偏低；甚至，獨立董事制度對於這些上市已久的公司，可能存在一種斥力，因為放棄設置獨立董事公司之數目，高達 81 間。對於如此之斥力，可能的解釋，是因為獨立董事之設置，無法令嘗試設置獨立董事之公司感受到立即的利益，而選任獨立董事的過程是必須負擔額外成本的，既無利益可言，何必增設？前述純就經濟面向的考量，無設置之利益，徒增成本，當然就不再設置。但是是否僅經濟面向致使這些公司放棄設置？本論文認為，就經營權的控制上，獨立董事所造成影響，或大或小是存在的，例如前述之投票權分散的可能，或者法人無法透過代表人方式當選獨立董事，致法人董事席次受到擠壓等等，是直接威脅經營權的原因，也是其他可能影響繼續設置獨立董事的非經濟上因子。

再來，本論文調查特定變因可能影響獨立董事設置之原因，自主管機關率先關注的兩個變因開始：「產業別」與「資本額」，主管機關自 2006 年修正證交法後，甫獲該法授權即要求金融保險業以及實收資本額新台幣五百億以上之公司，強制設置獨立董事。可以看出主管機關就這兩個變因的關注程度。就產業別部份，本論文利用簡表觀察獨立董事之設置情形，發現除金融保險業外，其餘無論傳統產業，或者新興產業，設置獨立董事之比例，是全部下降的；並且，僅有金融保險業與新興產業之設置家數增加。傳統產業對於獨立董事之被動性，於審計委員會對於產業別之分析有更明顯的回應，於傳統產業分類底下，審計委員會沒有設置之紀錄。就審計委員會之設置，係主要集中於新興產業與金融保險業。透過產業別的分析，雖然仍察覺明確的衰減趨勢，獨立董事制度之分佈，主要依然圍繞在新興產業與金融保險業。就傳統產業部份，獨立董事制度之誘因是否仍然不足？如主管機關希望將獨立董事推廣至其他之產業，必須進一步了解為何獨立董事處於自願設置階段時，在該類型產業中，受到這般程度之不歡迎。

而資本額部份，本論文原先期待看見因大資本公司已受強制應設置獨立董事，能對於小一階之大資本公司，因為大資本公司全部設置獨立董事之牽引，也具有比例較高之獨立董事設置。畢竟，主管機關的認定，可能係因大公司因牽動許多投資人之利益，對於適用更進一步之公司治理架構，有其必要性。若以資本額之高低來決定公司治理增進的必要性，則假定資本額越高，應有更多的公司設置獨立董事，會是合理的推論。就依資本額之分類來檢視獨立董事之設置比例，發現圖表乃左右兩端呈現較高之線性圖，與前述之推論不甚合致。然而透過分析自願性後，發現原來推論之「則假定資本額越高，應有更多的公司設置獨立董事」之假定，確實有如此之證據呈現類似的趨勢。就資本額來分析審計委員會之設置，更可發現這樣的趨勢，實收資本高於新台幣五百億之公司，已有四分之一比例之公司自願轉換成董事會單軌制的架構。

接著分析另一公司內部之影響因子，獨立董事席次於董事會之比例高低。獨立董事制度在設計本質上，即是一種公司外部人的概念，各公司經營的方式不同，面對這些公司「外部人」的反應當然也就不同，可以透過觀察獨立董事之席次變化，

來檢視目前上市公司對本制度之接受程度。主管機關要求公司決策機關設置外部人，各公司可能以「為符合法令」的角度切入，只要將獨立董事人數及比例調整至符合法令即可；亦可能以「使獨立董事成為董事會上實質的力量」，讓獨立董事在董事會中不只是當花瓶。調查結果並不令人驚訝，以「符合法令」之組別為最多之類別，高達七成的公司，其獨立董事席次比例占 20~35%。另一組使獨立董事握有實質力量的公司，即獨立董事達到或超過五成，僅僅 5 間公司。而中間的組別，其目的到底偏向符合法令，或者趨向使獨立董事握有實質力量，或者可能有其他原因存在，較無法進行推論。然而，就一董事會中，獨立董事已有 35~50% 之席次比例，於公司之重大事件上，已有不小的影響力，例如特定產業之關係人交易規定等等，這樣的席次比例可以說是已握否決權之實力。前述這樣的公司，已有約二成三之比例，相信是不錯的設置現況。另外，就分析已設置審計委員會公司之董事會組成，可以發現，獨立董事人數之規定上調至至少 3 人有其影響，整體獨立董事席次提昇，分佈亦是如此，20~35% 組別降至六成五，35~50% 組則增至二成七，而五成以上共有 2 間設置審計委員會。

最後針對海外存託憑證之發行，以國際投資環境的影響來推測設置獨立董事與審計委員會之趨勢。本論文選擇檢視海外存託憑證這個外部因子，是因為獨立董事與審計委員會，本身即他國之制度，且是國際認定獨立性高的制度，對於國外影響設置獨立董事及審計委員會，不能忽視其可能產生之趨勢。海外存託憑證之發行，是提供國外投資人更簡易的方式，來投資我國的公司。就我國於海外發行之存託憑證地點，以盧森堡、倫敦、與紐約（紐約證交所、那斯達克）為最熱門。由於存託憑證係在海外上市，則應受到上市之證交所規則與該國證交相關法令之拘束，公司治理相關事項亦不例外。經過數據分析，發現上市公司在美國發行存託憑證之部份，大部分皆設置了獨立董事，而審計委員會之設置比例，也是非常高。其實，就算將所有發行海外存託憑證之上市公司加總計算，66 間公司共有 34 間已設置獨立董事，占所有設置獨立董事之上市公司的一成二；而發行公司設置審計委員會之數目，共有 13 間，更是占所有設置審計委員會之上市公司的五成。可以明顯看出，上市公

司若有在海外與國際其他公司共同競爭資本的需求時，設置獨立董事或審計委員會與否，可能即成為重要的指標之一。



## 第四章、結論與建議

### 4.1. 獨立董事的現在與未來

本論文自美國獨立董事制度之發展歷史開始，試圖討論獨立董事發展的脈絡與影響其發展之關鍵，接著進入我國法部份，調查獨立董事制度自引進後，於我國的公司法制環境中的發展趨勢。希冀透過實證數據所描繪出的趨勢，能提供未來政策之參考。

目前就本論文對獨立董事之趨勢分析，自第三章的調查結果，略可窺見下列現象：

其一，獨立董事設置比例雖緩慢提昇，放棄設置家數卻非常高。從 2005 年的 35.2%，成長至 2009 年的 37.8%，僅成長了約 2.6 個百分點（參見表格 3，頁 61）。較為驚人的是放棄的比例，觀察 2005 年自願設置獨立董事公司的詳細分析即知：共有 159 間的自願設置紀錄，其中有 67 間至 2009 年仍維持設置、有 5 間屬於大資本公司、有 6 間屬於金融保險公司、有 81 間的公司，已在 2009 年或之前放棄設置（參見表格 5，頁 64）。這樣的現象可以告訴我們，我國的獨立董事制度整體而言，並不是個吸引上市公司設置的制度。而且不僅是被動不採用獨立董事制度而已（公司被動性另於下段闡述），有 81 間的公司是嘗試該制度之後放棄的。至於總體獨立董事設置比例之緩慢提昇現象，係因歷年的新進上市公司漸增之影響。因此，於自願設置獨立董事之比例中，正常來說應可反映出緩幅下降的趨勢，畢竟越來越多的強制設置公司加入上市公司的行列。但是計算自願設置比例出來的數據紀錄，是非常引人注目地降低了 14.4%，自 2005 年的 24.7%，降至 2009 年的 10.3%（參見表格 4，頁 62）。由此我們可以觀察到，獨立董事之推動，主要係主管機關之強制政策手段為其驅力。

其二，獨立董事設置集中於特定產業的現象，則是反映出獨立董事制度對於各種產業的差別性吸引。出現這樣結果，可能影響之原因整理如下：第一、新上市公司之產業並非平均分配，大抵來說，是集中在特定產業的，因此就設置數而言，當然特定產業數字較為亮眼；第二、雖然集中於特定產業，但是這些特定產業之設置意願，並不比其他產業高出多少，而這部份就不是只要報告數字就可以看出的了。第一點部份，自檢視產業別之設置數字來看，發現傳統產業類別底下，自 2005 年至 2009 年的公司設置總數，僅成長了 12 間，而新興產業共新增了 68 間的設置公司（參見表格 7，頁 67-68）。藉此可以了解到，傳統產業類別下的公司成長總數不大，新競爭者進入之數目較低的影響，可能產生公司的被動性，認為平穩的市場無須新設獨立董事，而徒增成本；而新興產業類別的新上市公司多，且新上市公司皆須設置獨立董事，當然設置數較多。再來，第二點部份，自分析放棄比例的結果可知，即便分成傳統與新興兩類別的產業，其自願放棄的比例，仍皆超過四成，傳統產業高達 61.5% 的比例（參見表格 8，頁 69），而新興產業則是 45.7%（參見表格 9，頁 71-72），藉此可發現，放棄獨立董事的趨勢，兩類別並無過大的隔閡，皆是趨向放棄之一方。

其三，透過審計委員會的設置，可以更進一步看出自願利用獨立董事之公司分佈。這是因為審計委員會之設置，目前全為自願設置之選擇。所以透過觀察審計委員會的設置，能夠看出實際應用獨立董事之公司，無論當時是否受強制應設置獨立董事。自產業別來觀察審計委員會的設置，則可發現前段所謂的「集中度」，在審計委員會的設置更是清楚。截至 2009 年，一共 26 間的審計委員會設置公司，近乎全集中於新興產業與金融保險業中（另有一間屬於其他產業類別）。於新興產業中，僅是集中於四個產業中：半導體業、電腦週邊業、光電業、通信網路，該產業中設置獨立董事公司數，各約一成多比例的公司設置審計委員會。而設置比例最高的產業，是出現在全體皆強制設置獨立董事之金融保險業。因此，金融保險業雖係受強制設置獨立董事之產業，對於新興的制度仍可以有較為積極的參與趨勢，且這些設置之公司並非屬於一般人眼中的官股銀行，為配合推動政策而設置，反而大部分是

屬於民營銀行<sup>155</sup>，有趣的是，這些民營銀行，大部分具有強烈的家族企業色彩。是否這些銀行更積極的透過設置審計委員會，以傳達其建立銀行的信賴度的決心，或者能透過這樣的設置，來沖淡其家族企業控制的色彩？

其四，海外存託憑證發行之公司，與設置獨立董事及審計委員會，具較大趨勢。首先，從觀察設置比例來看，2005 年發行海外存託憑證的公司共 56 間，其中有 23 間設置獨立董事，比例高達 41.1%（參見表格 26，頁 97-98），比起同年度全體公司的 35.2%高出許多（參見表格 3，頁 61）。至 2009 年，設置海外存託憑證公司達 66 間，其中有 34 間公司是設置獨立董事，設置率達 51.5%（參見表格 26，頁 97-98）；且其中共 17 間公司是自 2005 年持續設置至 2009 年，僅六間放棄設置，使 2005 年發行海外存託憑證之公司放棄率僅 26%（放棄設置之公司，參見附件六），比起平均值 50.9%（參見表格 5，頁 64），是令人矚目的差異。再來是審計委員會之設置比例，2009 年發行海外存託憑證公司共有 13 間已設置審計委員會，於該年度全體設置獨立董事之發行公司中，占 38.2%（參見表格 28，頁 98），遠遠超過一般已設置獨立董事之上市公司比例，亦遠遠超過任一產業類別的設置比例。

我國的獨立董事與審計委員會制度仍是較新近的政策，對於立法政策方面，仍有許多須改進的議題。主管機關應持續關注獨立董事等制度於實務上的應用狀況，對於未來的政策走向始能有更清晰的輪廓。

## 4.2. 後續研究之建議與議題之觀察

### A. 後續研究建議

本論文之議題，係圍繞於探尋可能影響獨立董事設置的結果，並進而整理並推論了數個可能的因子：產業別、公司規模、董事會席次分佈、海外存託憑證等大方向。其中觀察到明顯可能屬於成因的，其一是產業別中的金融保險業，因其產業的特性需要高度的公眾認同感，與債權人的連結較大（亦即公司資產有大比例是連結在如存款的債務項上），比起其他產業應以股東權益為中心較為不同。本研究從金

<sup>155</sup> 設置審計委員會之金融保險業公司計有：萬泰銀行、富邦金、國泰金、玉山金、元大金、中信金。

融保險業高度設置審計委員會的現象中，推論出其與高度的公眾認同感之間可能存在正向連結。然而，如可更加強研究金融保險產業的特性，發掘出金融保險產業的特質，例如金融保險市場的競爭狀態，無論是資本市場、業務市場、於國際的活躍程度等等，都可加強了解該產業的特質；其二是海外憑證之發行，透過觀察發行海外存託憑證的公司設置之狀況，可以發現，如我國之上市公司有海外募資，或加廣其股東結構範圍之需求時，此類公司會更傾向獨立董事及審計委員會。其原因有可能是因為於海外競爭資本，須具備國際投資人所認同，或認知的公司治理結構，因此發行海外存託憑證的公司，設置獨立董事及審計委員會之狀態上，顯得較為積極。不過，如可配合實地訪談，應更可加強海外存託憑證發行與設置獨立董事及審計委員會正相關的可信度。

總結以上研究的不足，本研究對於我國獨立董事設置之實證研究，係偏向於數據上的建構與整理，對於各產業，各資本額，甚至各董事會席次比例，僅試著提出各種可能的影響與結論，至於各細項產業之細究、各資本額級距公司之特性、或董事會席次變化與董事會行為表現之差異程度等面向，屬於各因子的背景建構部份，仍有繼續加強研究之空間。

最後，獨立董事相關數據之積累，是持續在進行的，我國實施該制度至今不到十年，公開數據之資料迄今只有五年，本研究僅希望能提供初步的研究方向與數據累計的方法，或可成為未來針對獨立董事之研究與政策上之參考。

## B. 其他議題觀察

以下就觀察我國獨立董事及審計委員會制度所發現的議題做一初步整理，由於多數不屬於本論文之討論範疇，且需要更進一步的研究始可窺得更全面的結論。故以下議題條列於本結論章下，希望可提供未來研究之開端：

### 1. 獨立董事制度實質上排除法人董事之現象：

我國公司法特有之法人董監制度，遭學說批評已是老生常談<sup>156</sup>。法人能夠

<sup>156</sup> 參閱王文字，前揭註 76，頁 192-93。

擔任董事，原因究底可能是為鞏固法人股東於董事會中之控制權，此觀公營事業，以政府持股為多數，政府以配合政府施政為名，得隨時干預公司人事略見一斑。法人得以自己名義當選董監，或指派代表人當選，然而無論如何法人無法自己行使董監職權，必須指派代表人代為行使，無論是以何者名義當選。依法法人甚至得分別當選數名董監，且法人得隨時改派代表人，增加公司經營階層之不穩定性，如此之規定，法人股東之控制力肆無忌憚地盤踞在經營權中，且法人董事代表人是不可能獨立行使職權的，是眾人皆知。主管機關亦了解，如繼續允許這樣的制度存在，是公司治理上的一塊黑洞，故修正證交法第二十六條之三第二項，要求公開發行公司之法人股東不得同時當選董事與監察人。如此之修法立意良善，畢竟法人股東同時於董事與監察人有代表，豈非陷入自己監督自己之矛盾？然而令人遺憾的是，主管機關仍在該條文列入了主管機關核准的後門，顯是不肯全面性地放棄法人董監制度<sup>157</sup>。

然而，獨立董事制度之設計，法人董事是直接被排除在外。證交法第十四條之二第三項，法人董事充任獨立董事是不被允許的，無論是以法人本身當選，或者法人以其代表人當選，皆不得充任獨立董事。所以獨立董事制度之存在，是對於法人董事席次之實質壓縮，沒有主管機關排除之規定。若該公司更進一步設置審計委員會，則法人股東更無機會擔任監察人，如此一來，法人股東得指派代表人之空間就更小了。法人股東直接將控制權伸入經營階層之老問題，在獨立董事制度之下，獲得了某程度的緩解，退回大股東的地位，利用正常的機制自外部監督經營階層，而不是恣意撤換代表人。1999 年至 2005 間，我國上市公司平均之法人董事比例自 45.6%，降至 35%；而新上市公司之比例是自 29.2% 降至 18.6%，且兩個類別皆於 2002 年之後，出現遽降的趨勢（41.0% 降至 37.6%；28.6% 降至

---

<sup>157</sup> 證券交易法第二十六條之三第二項：「政府或法人為公開發行公司之股東時，除經主管機關核准者外，不得由其代表人同時當選或擔任公司之董事及監察人，……。」

19.1%），略可反應出法人董事在獨立董事制度引進台灣之後，整體來說是逐漸下降的<sup>158</sup>。

## 2. 主管機關僅希望推動半套的公司治理？

公司治理之推動，應該是國家整體的公司環境共同提昇才是。然而當初主管機關卻選擇將獨立董事制度增訂在證券交易法，而不是增訂於公司法內，或許容有討論空間。畢竟獨立董事與審計委員會對一般公司來講並非強制性條文，僅僅是提供公司選擇而已，為什麼不設置在公司法中，以提供更彈性的選擇？如果新的獨立董事及審計委員會制度是正確的改革走向，為什麼公司法下的股份有限公司不能適用？公司法雖已刪去公司董監事應具股東身份之規定，理論上這樣的架構下自願設置獨立董事更無障礙可言，主管機關的立場竟是不准非公開發行公司於章程中設置獨立董事<sup>159</sup>，理由僅是因為「公司法尚無獨立董事之規定。是以，非公開發行股票之公司，如於章程規定：『董事轉讓持股超過選任當時所持有之公司股份數額二分之一時，其董事當然解任。但獨立董事不在此限』者，自不可行」。據上，主管機關是不願允許在公開發行公司以外之公司，開放其於章程中使用「獨立董事」一詞。更有甚者，除了「獨立董事」一詞不得使用外，主管機關就連未出現於證交法的「外部董事」或「獨立性質之董事」之詞也禁止使用於非公開發行公司之章程內<sup>160</sup>，原因相同，因為公司法沒有明文相類似的職稱。

簡單來說，主管機關似是強調，獨立董事與審計委員會此類未於公司法明文之職稱，不屬於其他非公開發行公司得使用之範疇，要在公司章程中使用這樣的職稱，務必先公開發行，就算該公司已準備公開發行，主管機關仍希望該公司公開發行後再修改其章程。主管機關只願意在公開發行公司中推行其認定較佳的公司治理制度的態度，令人費解。

<sup>158</sup> John S. Liu & Chyan Yang, *Corporate Governance Reform in Taiwan: Could the Independent Director System Be an Effective Remedy?*, 48 ASIAN SURVEY 816, 832-34 (2008).

<sup>159</sup> 參閱經商字第 09502112420 號。

<sup>160</sup> 參閱經商字第 09702112950 號。

## 參考文獻

### 中文書籍

1. 王文字，《公司法論》，4版1刷，元照出版，台北(2008)。
2. 余雪明，《證券交易法》，證券暨期貨市場發展基金會出版，台北(2000)。
3. 易明秋，《公司治理法制論》，五南出版，台北(2007)。
4. 賴英照，《最新證券交易法解析》，2版，元照出版，台北(2009)。

### 中文論文

1. 林仁光，〈公司治理之理論與實踐—經營者支配與股東支配之衝突與調整〉，《台大法學論叢》，第33卷第3期，頁201-279，2003年8月。
2. 林仁光，〈董事會功能性分工之法制課題〉，《台大法學論叢》，第35卷第1期，頁157-265，2005年10月。
3. 曾宛如，〈監察人v.審計委員會-兼論監察人可否擔任公司律師或法律顧問〉，《月旦民商法》，第12期，頁75-89，2006年6月。
4. 黃銘傑，〈公司監控與監察人制度改革論—超越「獨立董事」之迷思〉，《台大法學論叢》，第29卷第4期，頁1-50，2000年7月。
5. 劉連煜，〈獨立董事是少數股東之守護神？－台灣上市上櫃公司獨立董事制度之檢討與建議〉，《月旦民商法》，第26期，頁23-49，2009年12月。

### 其他中文參考文獻

1. 行政院改革公司治理專案小組，強化公司治理政策綱領暨行動方案，2003年11月。
2. 經濟部，傳統產業輔導措施，2007年3月。

### 英文書籍

1. AMERICAN LAW INSTITUTE, PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE: ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS (1994).
2. BRUCE F. DRAVIS, INDEPENDENT DIRECTOR'S GUIDEBOOK (2007).

3. FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW, (1991).
4. MELVIN A. EISENBERG, THE STRUCTURE OF THE CORPORATION: A LEGAL ANALYSIS (1976).
5. JAY W. LORSCH WITH ELIZABETH MACIVER, PAWNS OR POTENTATES: THE REALITY OF AMERICA'S CORPORATE BOARDS (1989).
6. MICHAEL USEEM, INVESTOR CAPITALISM: HOW MONEY MANAGERS ARE CHANGING THE FACE OF CORPORATE AMERICA (1996).

## 英文論文

1. Lucian Arye Bebchuk et al., *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy*, 54 STAN. L. REV. 887 (2002).
2. Bernard S. Black, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 39 UCLA L. REV. 811 (1992).
3. William L. Cary, *Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware*, 83 YALE L.J. 663 (1974).
4. Frank H. Easterbrook, *The Race for the Bottom in Corporate Governance*, 95 VA. L. REV. 685, (2009).
5. Kathleen A. Farrell & David A. Whidbee, *Impact of Firm Performance Expectations on CEO Turnover and Replacement Decisions*, 36 J. ACCT. & ECON. 165 (2003).
6. Jeffrey N. Gordon, "Just Say Never?" *Poison Pills, Deadhand Pills, and Shareholder-Adopted Bylaws: An Essay for Warren Buffett*, 19 CARDOZO L. REV. 511 (1997).
7. Jeffrey N. Gordon, *Governance Failures of the Enron Board and the New Information Order of Sarbanes-Oxley*, 35 CONN. L. REV. 1125 (2003).
8. Jeffrey N. Gordon, *Executive Compensation: If There's a Problem, What's the Remedy? The Case for Compensation Discussion and Analysis*, 30 J. CORP. L. 675 (2005).
9. Jeffrey N. Gordon, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices*, 59 STAN. L. REV. 1465 (2007).
10. John S. Liu & Chyan Yang, *Corporate Governance Reform in Taiwan: Could the Independent Director System Be an Effective Remedy?*, 48 ASIAN SURVEY 816 (2008).
11. Kevin Murphy, *Explaining Executive Compensation: Managerial Power Versus the Perceived Cost of Stock Options*, 69 U. CHI. L. REV. 847 (2002).
12. Joel Seligman, *A Sheep in Wolf's Clothing: The American Law Institute Principles of Corporate Governance Project*, 55 Geo. WASH. L. REV 325 (1987).

13. ABA Comments on Corporate Laws, *Corporate Director's Guidebook*, 33 BUS. LAW. 1591 (1978).
14. Business Roundtable, *The Role and Composition of the Board of Directors of the Large Publicly Owned Corporation*, 33 BUS. LAW. 2083 (1978).

## 其他英文參考文獻

1. Dominic Barton, Yi Wang, & Mei Ye, *A Chinese View of Governance and the Financial Crisis: An Interview with ICBC's Chairman*, THE MCKINSEY QUARTERLY, Mar. 2009.
2. Michael C. Jensen & Kevin J. Murphy, *Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What Are the Problems, and How to Fix Them* (European Corporate Governance Inst., Finance Working Paper No. 44/2004, 2004).
3. Steven N. Kaplan & Bernadette A. Minton, *How Has CEO Turnover Changed? Increasingly Performance Sensitive Boards and Increasingly Uneasy CEOs* (Nat'l Bureau of Econ. Research Working Paper No. W12465, 2006).
4. Warren A. Law, *A Corporation Is More than Its Stock*, HARV. BUS. REV., May-June 1986, at 80.
5. Kenneth Lehn et al., *Determinants of the Size and Structure of Corporate Boards: 1935-2000*, (Nov. 2003) (unpublished manuscript).
6. Roberto Newell & Gregory Wilson, *A Premium for Good Governance*, THE MCKINSEY QUARTERLY, Aug. 2002.
7. Business Roundtable, *Business Roundtable Corporate Governance Survey Trends* (2008).
8. Business Roundtable, *Principles of Corporate Governance* (2010).
9. J.P.Morgan, *Depositary Receipts: Reference Guide* (2005).
10. J.P.Morgan, *Global Depositary Receipts: Reference Guide* (2008).
11. Organization for Economic Cooperation and Development, *OECD Principles for Corporate Governance* (2004).
12. Shearman & Sterling LLP, *Trends in the Corporate Governance Practices of the 100 Largest US Public Companies* (2006).