

第四章 表決權信託實務運用之問題

第一節 表決權信託制度之缺點

表決權信託制度主要之缺點，為創設表決權信託時所需花費、須以原有股票與表決權信託證書作交換，另外，尚必須嚴格遵守表決權信託法定要件、選定表決權受託人及授權範圍之問題、表決權信託設有存續期間有限制，普遍規定通常係以十年為限，¹⁸⁷以及委託人所可能面臨之各種風險，包括受託人未善盡注意義務或於其授權範圍內謀取私益，最後，表決權信託制度在我國之實務操作下，所面臨到的問題，即現行法規範之不足。

第一項 有存續期間之限制

有關表決權信託之法律規範之所以會針對契約存續期間作限制，其主要目的係為了避免某些有心人士得長期透過運用表決權信託之方式，集中結合股東之表決權進而獲得公司經營管理之控制權，恐有害未參與表決權信託契約股東之利益。然於現今美國法律中，表決權信託契約超過法定之存續期間者，大多認為並不影響表決權信託本身之效力，即於法定存續期間之表決權信託契約效力不受影響，僅超過部分為無效，此爭議已透過各州法律明文而獲得解決；又美國許多州亦皆允許得由表決權受託人與股東設立展期契約，以延長表決權信託之存續期間，惟由於展期契約乃係一種例外規定，例外從嚴之法理，欲延長表決權信託契約者，法律要求須於原本契約之存續期間屆滿前，依照個別法律所指定之期間內加入，始得有效為之，因此關於展期契約程序之要求乃十分嚴謹，甚或某些法律尚要求展期契約亦須存檔於公司之主事務所，其方式如同原本信託契約一樣，若

¹⁸⁷ HENN, *supra* note 88, at 739.

未能遵守法律規定，展期契約將為無效，以致無法順利延長表決權信託契約，即原契約於存續期間屆滿時終止之。

有鑑於此，某些表決權信託契約之當事人可能錯過於法律所指定期間內加入展期契約、為規避延長之嚴格法律限制，抑或因未遵守延長之相關法定要件等，會以秘密的方式進行，即藉由對外聲稱表決權信託契約當事人未欲延長原本的信託契約期間，但卻私下與當事人另行加入新的表決權信託契約，以繼續契約之存續期間，¹⁸⁸如此則未能徹底將該表決權信託契約資訊公開之，使得未參與之股東與公司甚難瞭解該契約之運作，恐侵害其他人之利益。

第二項 委託人所面臨之風險

於委託股東授權後，應如何確定表決權受託人會依表決權信託本旨，行使其所被賦予之權限，亦即信託法規範受託人義務之重點。¹⁸⁹之所以課予表決權受託人應負擔受託人義務，乃係為了保障委託人之權益，一旦委託股東將股票移轉予表決權受託人後，最常面臨到兩項風險：其一，表決權受託人未盡到應有之注意義務，導致信託財產或受益人之損害；其二，表決權受託人可能利用委託股東所賦予之權限以及本身對信託財產之控制，藉此謀求自身之利益。

第一款 表決權受託人未善盡應盡之注意義務

表決權受託人的職責，舉凡於授權範圍內行使表決權或依信託目的所為之任何行為，均受到受託人義務之拘束。對於表決權受託人違反信託本旨或是未善盡

¹⁸⁸ SPRIES, supra note 106, at 83-46.

¹⁸⁹ 王文宇，「表決權契約與表決權信託的實務問題」，實用月刊，第 341 期，第 81 頁，2003 年 5 月。

應盡之注意義務時，任何受侵害之表決權信託證書持有人皆可基於表決權受託人違反義務，提起訴訟救濟之，惟表決權受託人之行為係對公司造成損害，證書持有人未必會直接提起訴訟，須視其自身權益有無受侵害。¹⁹⁰

表決權信託關係中之表決權受託人，如同其他信託關係中之受託人，當違反信託條款、經營管理不善或違反受託人義務時，得以免除該受託人之職務，而法院亦擁有衡平權力（equity power）得將表決權受託人予以解職，但須特別謹慎行使此項權限，然若免職表決權受託人乃是維護信託財產所必要者，法院將會免除該名表決權受託人之職務，以維持表決權信託運作之順利。若有數名表決權受託人間想法不一致，即彼此間產生對立想法，表決權受託人不會因持有不同意見，而成為被解任之正當理由，必須表決權受託人之行為已嚴重地危及信託財產，抑或可能導致表決權信託關係歸於消滅，例如未能為委託股東利益來管理信託、因其自身之疏忽對委託股東造成嚴重之損害、擅自出售信託財產予第三人，或私自再行授權予他人得代為行使職權等，委託股東始得據此不適任為由免除受託人之職務。

第二款 於權限範圍內謀取私益

表決權受託人於其權限範圍內應善盡注意義務，本應以委託股東之最大利益行使職權，卻濫用委託股東所授予之權利，試圖謀取個人之利益，如以高價出賣其持有之股份表決權等，於表決權受託人之自身利益與委託股東全體最大利益之間存在可能的利益衝突¹⁹¹，然何謂股東全體最大利益，以股東為公司之所有人觀點作出發，股東全體最大利益即為公司之最大利益，但有時未必如此，例如股東與公司員工間之衝突，故表決權受託人行使職權時，應以股東全體最大利益為其

¹⁹⁰ HENN, supra note 88, at 533.

¹⁹¹ SPRIES, supra note 106, at 83-51.

考量之重要依據為宜，而非過度追求公司最大利益，而損及股東權益。

第二節 表決權信託與現行委託書制度之適用關係

第一項 公開發行公司中股東行使表決權之方式

公司召開股東會時，股東行使表決權之方式，得以親自出席股東會之方式來行使其表決權，另可依我國公司法第一百七十七條之一規定，以書面或電子方式行使表決權之股東，視為親自出席股東會；或以委託他人代理行使表決權方式為之，此於公司法第一百七十七條訂有明文。而表決權信託制度具有其特殊性，無法將之歸類於股東自行行使或代理行使其中之一，表決權信託雖亦係股東行使表決權之方式，惟其主要目的非僅行使表決權，乃係為一項控制手段，股東透過將其股票移轉予表決權受託人管理處分，使表決權受託人得集中行使表決權，企圖獲得或保留對公司的控制權。

第一款 以書面或電子方式行使表決權

於民國九十四年時增訂公司法第一百七十七條之一規定，允許股東得以書面或電子之方式行使其表決權，該條增訂理由中提及依現行公司法之規定，股東出席股東會之方式，只有親自出席及委託出席兩種。為鼓勵股東會參與股東會之議決，公司得允許股東以書面或依電子簽章法所規範之電子方法來行使表決權，惟公司應將書面或電子方法行使股東表決權之方法，載明於股東會召集通知。股東採行以書面或電子方式行使表決權，其效力視為股東親自出席股東會，另外由於股東實際上未親臨參與股東會，於公司法第一百七十七條之一第二項後段規定，對於該次股東會之臨時動議與原議案之修正，視為棄權。

其中書面投票制度未如委託書制度，尚有代理人名義顯現之問題，若在書面投票制度中，容認由第三人徵求表決權行使書面之行為，其管理監督之因難將遠超過徵求委託書行為之管理¹⁹²，然自修法以來，從目前實務運用來看，以書面或電子方式行使表決權之股東乃屬少數，大多仍習慣於援用原有之委託書制度。

第二款 委託書制度

股東會乃係公司之重要決策機關，因此股東會之召開，最理想之狀態是希望所有股東皆能親自出席，並針對股東會之議決事項投票，表達股東真正的內心思想，然規模較大或是具有對外之公開性之公司，乃因具以下特點而往往無法達成，(1) 股東人數眾多，形成經營與所有之分離；(2) 資產大眾化，多透過股票之發行以募集資金；¹⁹³所呈現的是股權分散，股東分處各地，且因大多數股東之持股比例少，出席股東會之意願不高，殊難期待於股東會召開時所有股東皆能親自出席，又公司法對於股東會議中的決議事項有出席股份總數之法定數額規定，即若出席股東所持有之股份總額不足法定數額，將無法作成決議或者是該決議之效力為得撤銷，質言之，這樣的股東會無任何意義，為免此種情況發生，遂產生了委託書制度，於公司法第一百七十七條訂有明文，針對委託書之相關事項作一明確規定。

¹⁹² 林國全、劉連煜，股東會書面投票制度與證券集中保管，第 106-108 頁，元照出版有限公司，1999 年。

¹⁹³ 王文宇，公司法論，第 60 頁，元照出版有限公司，2006 年 8 月三版第一刷。

第二項 委託書之意義、目的與積極功能

第一款 委託書之意義

公司召集股東會，股東若不親自出席，而委託他人代理出席時，所書立之授權文件，稱之為委託書。公司規模越大，對於委託書之使用也就越普遍，委託書乃指股份有限公司依法召集股東會時，為避免股東因故不能出席，以致有損股東權益或有礙於股東會順利進行，係由公司所印發，透過有權出席股東會的股東授權代理出席股東會的文件；憑藉該授權文件，受託人將代理該股東代理行使其表決權。於法律上，認為委託書性質上屬民法之「代理」，即可謂出席股東會之委託書係表彰代理權之授權證書。

為管理委託書，公司法第一百七十七條規定：「股東得於每次股東會，出具公司印發之委託書，載明授權範圍，委託代理人，出席股東會。(第一項)除信託事業或經證券主管機關核准之股務代理機構外，一人同時受二人以上股東委託時，其代理之表決權不得超過已發行股份總數表決權之百分之三，超過時其超過之表決權，不予計算。(第二項)一股東以出具一委託書，並以委託一人為限，應於股東會開會五日前送達公司，委託書有重複時，以最先送達者為準。但聲明撤銷前委託者，不在此限。(第三項)委託書送達公司後，股東欲親自出席股東會者，至遲應於股東會開會前一日，以書面向公司為撤銷委託之通知；逾期撤銷者，以委託代理人出席行使之表決權為準。(第四項)」上述規定，基本上主要傳遞一項訊息，委託書僅為便利股東而設，使未能親自出席股東會之股東，能委託他人代理出席之精神。¹⁹⁴

¹⁹⁴ 賴英照，股市遊戲規則：最新證券交易法解析，第 159 頁，自版，2006 年 2 月初版。

股份有限公司為滿足規模擴大的資金需求，往往藉由公開發行股份向公眾集資，而委託書之使用即成一常態，其原因如下：¹⁹⁵第一、股東散處各地，與公司股東會的會場可能距離遙遠，參加開會並不方便；第二、股東本身有自己的工作，股東會之開會時間，股東不一定可配合參加；第三、由於股權分散，個別股東持有股份數量有限，參與股東會之意願不高；第四、對於大多數的股東而言，親自出席股東會遠不及書立委託書經濟方便；第五、召開股東會時，須有代表一定數額股份總數的股東出席，否則便會無法作成決議，為了避免此種情況發生，經營者通常希望能親自出席的股東，能書立委託書，委請他人代理出席。

第二款 委託書之目的

公司法第二百零二條規定：「公司業務之執行，除本法或章程規定應由股東會決議之事項外，均應由董事會決議行之。」揭示了股份有限公司經營與所有分離的特色與立法政策，而當經營與所有分離後，承擔公司營運最終成敗的即為股東，其主要控制監督自己投資風險的手段，存在於其參與股東會並就股東會決議事項進行表決之權利，因此股東會的功能就此而言，實可視為法律保障以促使董事對股東盡說明責任之機制。

股東會的制衡監督功能在現實上往往無法有效運作，主要係因股權分散下股東的理性漠視（rational apathy）。由於個別股東持股零碎，其投資於公司的數額不足以提供足夠的誘因使其親自參與股東會，尤其是公開發行公司的小股東們通常持有數家公司之股份以分散其投資風險，在股東大會召開的旺季，更不可能舟車勞頓的往來數公司之間。因此，為落實股東會的監督功能，鼓勵股東能參與股東會，公司法上便積極尋求能同時節省股東參與股東會成本並表達股東意志的管

¹⁹⁵ 陳俊廷，委託書徵求競爭法律問題之研究：「以開發金控董監改選案」為中心，私立世新大學法律學系碩士論文，第 17 頁，2005 年。

道，委託書制度即在此目的下，形成了代替股東親自出席之手段。

第三款 委託書之積極功能

委託書的多項功能，對於現代大眾化公司之管理具有相當程度重要意義，以下臚列委託書之主要六項功能：¹⁹⁶

壹、代理出席股東會

委託書乃為代理出席股東會所書立之憑據，此憑據乃是因股東無暇、距離開會場所過於遙遠、或對參加股東會之興致不高而委託他人出席股東會，並交付予委託書以證明受託人具代理權限，此為委託書最原始和傳統的功能。

貳、有助於現代大型企業股東會之召開

現代公開發行公司之股東人數眾多，股權分散，召集不易，縱或勉強聚集一堂，無法就議案為實質之討論，亦無法擬具整體意見，於是傳統集合一定場所開股東會之方式，已轉為委託書徵求之過程，在徵求委託書之競賽中，也或許已決定公司經營權之歸屬與經營之方向，故有謂股東會已於正式召開前結束。

參、公司經營權爭奪之工具

傳統爭奪公司經營權乃透過收購股權企圖取得較多董事席次，以控制董事會，惟收購股權所需資金較多，不如徵求委託書所需成本低，取得委託書即代表

¹⁹⁶ 陳春山，證券交易法論，第 137-139 頁，五南圖書出版股份有限公司，2007 年 1 月八版一刷。

取得表決權，並得確保候選董事當選，得以掌握董事人事，故徵求委託書可謂以較低廉之成本取得公司經營權之方式。

肆、管理公司之方式

經營者通常利用其優勢地位，較其他小股東易於徵求委託書，遂造成經營者長期控制公司，因此認為「委託書之使用，如放任而不加以管理，無異是鼓勵經營者長期留任而濫用其經營權；如加以適當管理，則可能成為挽救現代公司制度的利器。」(Unregulated, it is an open invitation to self-perpetuation and irresponsibility of management. Properly circumscribed, it may well turn out to be the salvation of the modern corporate system.)¹⁹⁷即委託書應如何管理，實為重要課題。

伍、實現公司社會責任之方式

現代企業應由全面過度注重營利性，轉而兼顧公益性，即應使現代企業負社會責任，也就是除了使經營者顧及本身與股東之利潤外，尚須重視企業對整體社會之影響，例如對生態環境之衝擊等，惟企業經營者往往無法貫徹，因此需要由具有社會責任理念之人，藉由徵求委託書，以改變公司經營階層之結構，使其經營方向能著重於社會責任的承擔。

陸、達成公司治理之目的

一般認為以公開收購股權或公開徵求出席股東會之委託書的方法，對於欲驅逐不適任的公司現任經營者最為有效，以此收控制公司之效，有時並得同時汰換

¹⁹⁷ LOSS & SELIGMAN, FUNDAMENTS OF SECURITIES REGULATION, 488-489 (2001). 轉引自賴英照，前揭註 194，第 158 頁。

舊有之經營人，不滿意公司表現之股東得展開徵求委託書大戰，用以制約現任經營者。故從公司治理¹⁹⁸、監控之角度觀察，委託書乃具有其積極且正面的功能，¹⁹⁹申言之，股東可藉由委託書徵求的制度，挑戰表現不佳的公司現任董事，更替經營權的威脅才是股東掌握董事會向其負責的利器。

第三項 委託書制度之法源依據

我國關於委託書之規範，於公司法、證券交易法及公開發行公司出席股東會使用委託書規則中，皆有規定。公司法為規範公司制度之基本規範，著重於各種公司之設立條件、內部關係等一般實質性管理；證券交易法則係針對公開發行股份有限公司有價證券之募集、發行、買賣之規定，並依證券交易法第二條規定，「本法未規定者，適用公司法及其他有關法律之規定」可知證券交易法係為公司法之特別法。另外，對於公開發行股份有限公司的委託書之使用規則而言，須優先適用公開發行公司出席股東會使用委託書規則與證券交易法第二十五條之一規定；其未規範之事項，則應回歸適用公司法之相關規定。至於非公開發行股份有限公司，則僅能適用公司法之規定，不得援引公開發行公司出席股東會使用委託書規則與證券交易法第二十五條之一規定。

第一款 公司法規定

公司法第一百七十七條規定第一項規定：「股東得於每次股東會，出具公司印發之委託書，載明授權範圍，委託代理人，出席股東會。」可知，授權期間僅

¹⁹⁸ 公司治理乃指透過制度之設計與執行，期能提升公司策略管理效能與監督管理者之行為，藉以確保外在投資者與兼顧其他利害關係人之利益。對公司而言，公司治理之終極目標，應是在「合於法律規範下，建立最適機制以促成公司價值之最大化」。王文宇，公司與企業法制（二），第104頁，元照出版有限公司，2007年1月初版第一刷。

¹⁹⁹ 劉連煜、林國全、洪秀芬、曾宛如著，股東會委託書之管理，企業法律系列，第10-11頁，元照出版有限公司，2007年5月初版第一刷。

限於一次股東會。另外同條第二項規定：「除信託事業或經證券主管機關核准之股務代理機構外，一人同時受二人以上股東委託時，其代理之表決權不得超過已發行股份總數表決權之百分之三，超過時其超過之表決權，不予計算。」其目的係在於防止少數股東操縱股東會，但又考慮到信託事業本以受託處理事務為業，因而將其排除在外。於同條第三項與第四項分別就欲撤銷委託書之相關規定：「一股東以出具一委託書，並以委託一人為限，應於股東會開會五日前送達公司，委託書有重複時，以最先送達者為準。但聲明撤銷前委託者，不在此限。(第三項)委託書送達公司後，股東欲親自出席股東會者，至遲應於股東會開會前一日，以書面向公司為撤銷委託之通知；逾期撤銷者，以委託代理人出席行使之表決權為準。(第四項)」另外，於公司法第一百七十八條規定：「股東對於會議之事項，有自身利害關係致有害於公司利益之虞時，不得加入表決，並不得代理他股東行使其表決權。」

第二款 證券交易法與公開發行公司出席股東會使用委託書規則

設計委託書徵求規定之重要目標，即維持股東（尤指當權股東與欲取而代之股東間）之平等。²⁰⁰證券交易法第二十五條之一規定：「公開發行股票公司出席股東會使用委託書，應予限制、取締或管理；其徵求人、受託代理人與代為處理徵求事務者之資格條件、委託書之格式、取得、徵求與受託方式、代理之股數、統計驗證、使用委託書代理表決權不予計算之情事、應申報與備置之文件、資料提供及其他應遵行事項之規則，由主管機關定之。」

依據證券交易法第二十五條之一第一項之授權訂定「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」（下稱委託書規則），適用於公開發行公司，包括上市、上櫃、興櫃及未上市、未上櫃的公開發行公司，該規則於民國七十三年一月七日訂定發

²⁰⁰ 王文宇，前揭註 198，第 33 頁。

布，其間配合實務運作歷經十三次修正，係為促使股東會之順利召開及保障股東權益等所作之修訂。近期於民國九十七年二月二十六日再度修正，此次修正為提升股東會委託書之管理效能，並促使委託書徵求制度更臻公平，除強化對代為處理徵求事務者之管理，另為維持徵求作業之公平性，並規定公司寄發或以電子文件傳送委託書用紙給予所有股東，應於同日為之外，亦增列徵求人或受託代理人向公司請求交付紀念品之方式等規定。

第四項 實務如何運作現行表決權信託與委託書制度

委託書制度最初採用之目的，係於公司召開股東會時，股東因故不能親自出席，而允許得委託他人代理出席。惟多年來委託書大量使用於經營權爭奪，其中以爭取董、監席次為甚，已掀起公司及廣大投資人間的巨大波瀾；甚且委託書之徵求也在市場中充斥，委託書之爭奪戰儼然已成為股東會前的大會戰及經營權之爭的「前哨戰」²⁰¹。表決權，與其說是表達股東之意志，不如說是一種制衡董事會的機制較為貼切，股東表決權最有影響力之場合並非在於特定事項須交由股東會決議通過，而係在委託書爭奪中，股東可以集體將其股份表決權交由某委託書徵求者，從而導致現任董事會被更換之後果。²⁰²

²⁰¹ 陳謹旋，「公開發行公司股東會委託行使股權之規範」，月旦法學雜誌，第 81 期，第 195 頁，2002 年 2 月。

²⁰² 劉靜怡，前揭註 111，第 37 頁。

下列整理證券交易所提供的資料可以看出，我國目前的證券市場仍以投資金額在 50,000 元以下的散戶投資人為主。

2008 年我國上市公司的資本來源表

投資人別	比例（%）
政府機構	4.00
本國金融機構	4.55
本國證券投資信託基金	1.82
本國公司法人	21.21
本國其他法人團體	2.60
僑外金融機構	0.86
僑外法人	12.24
僑外證券投資信託基金	12.42
本國自然人	39.50
僑外自然人	0.34
庫藏股票	0.46
合計	100

2008 年我國上市公司本國自然人股東投資金額

投資金額（新台幣）	人數	比例（%）
1~9,999	10,690,799	39.76
10,000~50,000	10,608,135	39.48
50,001~100,000	2,621,482	9.76
100,001~150,000	966,246	3.60
150,001~200,000	563,855	2.10
200,001~300,000	517,059	1.92
300,001~500,000	404,977	1.51
500,001~1,000,000	283,542	1.06
1,000,001~2,000,000	123,262	0.46
2,000,001~4,000,000	51,035	0.19
4,000,001~6,000,000	15,490	0.006
6,000,001~8,000,000	6,731	0.03
8,000,001~10,000,000	4,096	0.02
10,000,001 以上	13,859	0.05
合計	26,870,568	100.00

資料來源：證券交易所

圖表：本研究自製

而這些小額投資人通常無心參與公司的經營管理，不一定有出席股東會的意願，即使股東願意出席股東會，股東基於分散風險之考量，往往會投資許多家公司，於實務運作上，許多公司股東會均選在同一天舉辦，以民國九十八年為例，於六月八日開始即進入股東會旺季，將有二百九十九家股東會登場，其中高達二

百八十多家集中於六月十日舉行²⁰³，股東自無法分身奔走，故委託書制度可以有效地解決這些困擾。

在我國，委託書往往被視為是爭奪公司經營權之利器，徵求委託書的亂象一直存在於公開發行公司間，部分人士不當地利用公開徵求或收購委託書的手法將公司經營權收為囊中之物，或是再轉向其他有意問鼎公司董監事之人兜售的情況履見不鮮。²⁰⁴對於委託書最重要的規範，則非「公開發行公司出席股東會委託書規則」莫屬，從訂定以來已經十多次之修正，從歷次修正中不難發現，主管機關早期所重者，殆為公司穩定經營之維持或使股東會得以順利召開為目的。值得注意的是，近來則有強調徵求之書面及廣告應揭露董事被選舉人經營理念等資訊的趨勢，²⁰⁵換言之，都係為了防堵利用委託書之公開徵求使特定人得以極少之持股當選公司之董監事，或是藉此操縱股東會之召開及進行，對此有學者形容我國委託書的實際使用情形為：「斯制乃成為少數之股東尤其是自居為經營地位之董事之流支配公司的最佳手段」²⁰⁶。事實上，委託書制度的運用早已讓公司關注的重點從股東會會議本身轉移到委託書徵求之過程，許多議案的結果可說在委託書徵求過程中已塵埃落定，股東會會議之召開已然是行禮如儀的形式，美國學者稱委託書徵求過程為實質意義的股東會，其來有自。小額投資人或許無心參與公司的經營，也難以一己之力威脅到經營階層的地位，不過正因如此，更突顯出確保公司於徵求委託書前提供股東足夠的資訊，使股東清楚這一次股東會要投票的議案內容為何之重要性，因為一旦沒有這些規定，小股東將更難以向公司取得所需之資訊，在行使投票權時更容易陷於盲目、受到操縱。儘管小股東可能沒有動機詳細閱讀各種資料、分析利害後才做出投票決定，但目前我國實務上僅寄給股東一張薄紙，條列議案事由就要求股東贊成、反對或棄權作法實在不足以保障股東的

²⁰³ 蘋果日報，財經 B1 版，2009 年 6 月 8 日。

²⁰⁴ 劉靜怡，前揭註 111，第 187 頁。

²⁰⁵ 劉連煜，前揭註 199，第 10 頁。

²⁰⁶ 柯芳枝，公司法論（上），第 256 頁，三民書局股份有限公司，2002 年 11 月增訂五版一刷。

資訊權，更遑論股東要有效行使其投票權。²⁰⁷國內盛行發放股東會紀念品以吸引股東參加的慣例，更因而加重發行公司的財務負擔，最受人詬病的，無非就是股東只認股東會紀念品或金錢，而輕易地將表徵股東最重要權利的委託書空白交給他人使用（無論此人為何人，有無經營企業能力），股東會多流於形式，公司董監事便可高枕無憂，無懼來自股東會的監督。²⁰⁸

相對而言，表決權信託制度本身即為一項「控制」的手段，主要目的非單單行使表決權，而是試圖藉由利用表決權信託而獲得或維持對公司經營管理之控制權，當然表決權信託契約之成立，所可能運用的目的非常多樣化（如前所述），只要表決權信託旨在實現一合法的商業目的、提升公司或全體股東最大的利益、或是保護少數團體的合法利益，在有效率且公正的公司管理下，那麼大多數的表決權信託會是有效的。對於近年我國公司法所強調的資訊揭露原則，於美國絕大多數的州均要求當事人所設立之表決權信託，須開放於所有其他股東，即不允許所謂非公開的表決權信託，或稱為秘密表決權信託，使其他未參與之股東隨時可加入契約；又規定表決權受託人須將契約之複本提交至公司並歸檔之，若欲延長契約存續期間所訂之展期契約複本亦須存檔於公司，更進一步要求表決權受託人須整理並保管相關資料，如正確且完整的名簿與關於信託之帳目紀錄、所有表決權信託證書持有人之姓名、住址、其持有證書所表彰之股份數量與種類，以及他們成為所有人之日期紀錄等，紐約州公司法第六百二十一條（b）項甚明定應將相關資料置放於表決權受託人事務所、契約所指定之地點或以書面通知表決權信託證書持有人之場所。如此詳細地要求表決權受託人須將契約與其他資料名冊之複本歸檔於總公司之主事務所，可推知法律所欲保障的是公司、所有公司股東（包括表決證書持有人與未參與信託之股東）、代理人、律師以及其他第三人之「查閱權」，將這些資料登記歸檔於公司，並開放予所有人可供查閱，以期能確切掌

²⁰⁷ 劉靜怡，前揭註 111，第 188 頁。

²⁰⁸ 劉連煜，證券交易法實例研習，第 173 頁，元照出版公司，2006 年 2 月增訂四版第一刷。

握各個表決權信託契約之目的與運作，有別於委託書徵求之爭奪多於檯面下進行，難以知悉其用意。

近來委託書規則之修正，似愈強調資訊揭露之重要性，即徵求之書面及廣告應揭露董事被選舉人之經營理念，便利股東權之行使，於此部分於表決權信託制度中亦有類似之要求，表決權信託登記制度即屬之，股東間所成立之表決權信託契約，須依企業併購法中第十條第三項行登記制度之程序，乃信託法中「信託公示制度」之重申。

表決權信託仍屬信託之一種，關於信託之基本原則，如受託人義務、信託財產之獨立性、信託之公示制度、信託之登記制度等，亦受其拘束。表決權信託契約須股東移轉股票之法律上所有權予表決權受託人，並授權予表決權受託人於一定權限範圍內得行使表決權，而表決權受託人係以自己名義行使之，非代理委託股東行使，同時受到受託人義務之規範，即應盡善良管理人注意義務與忠實義務，若表決權受託人有違反信託本旨或未善盡應盡之義務時，不管是契約當事人得聲請法院解任該名表決權受託人。相較於委託書之徵求，徵求人與股東間所成立並非基於信託關係，僅存在單純之代理關係，徵求人當然不會受到受託人義務之規範；又現行委託書規則對於徵求人積極資格，即持股門檻之規定相當嚴格²⁰⁹，恐非一般小股東所能符合，是否符合企業所有與經營分離之思潮？頗值仔細思索。²¹⁰由於對徵求人持股門檻過高，一般小股東無法成為徵求人，也就是可成為徵求人的股東人數不多，當股東欲選擇將委託書交予何人時，其選擇權十分有

²⁰⁹ 對委託書徵求人資格作設限，為我國法特有，蓋英美等國皆無此規定，由此可見，政策上，委託書之管理係以限制及防堵為出發點。曾宛如，證券交易法原理，曾與陳同道堂法學文集之六，第 145 頁，元照出版公司，2008 年 9 月五版第一刷。我國委託書規則雖參考美國相關法制，但美國法之目的乃防止公司經營者藉由委託書之利用致架空股東會之監督，而我國法則係防止有心股東藉由委託書以獲取董監事席次，兩者有明顯之不同，因此於規範上嚴格限制徵求人資格，設有許多消極資格之規定，並禁止以金錢或其他利益來收購委託書。賴英照，前揭註 194，第 162-163 頁。

²¹⁰ 劉連煜，前揭註 208，第 163 頁。

限，這或許會再度降低行使股東權利之機會。

由於委託書之運用在我國實務上已發展數十年，主管機關亦屢次為了防堵實務上出現之弊端而做了十多次的修正，使對委託書之管理於某程度上已具相當之成效，但仍無法使股東真正有效行使投票權，無法發揮股東會之監督；反觀表決權信託之運用，在我國實運作上表決權信託制度仍不成熟，民國九十一年始於企業併購法中明文承認表決權信託，規範又十分簡略，尚存有諸多不足，亟待實務與學說補充，因此對於委託書制度與表決權信託制度兩者間，目前並無法由任一制度完全取代另一項制度，應屬相輔相成之關係，若係為了集中取得董事代表席次或維持公司控制所需的股份數額，股東可利用委託書之徵求或表決權信託而達成，但委託書畢竟只是一項可撤銷之代理²¹¹，公司內部情勢之改變或新的資訊會讓股東撤銷他們的委託書，或交給相對另一方，如此一來委託書無法提供穩定的聯合，²¹²表決權信託則相對穩定，且更公開透明；若從委託書之徵求不夠明朗化、股東盲目於紀念品之角度來看，鼓勵股東成立表決權信託契約，似不失為一個好方法。

²¹¹ 委託書應於每次股東會時出具之，不得為一次性長期之委託。且為保障股東之權益，於實務上，有股東雖已交付委託書委託代理人出席股東會，於股東會召開當日，受委託之人已經報到並將出席證及選票取走後，股東方親自出席股東會要求當場撤銷委託，為免造成股務作業之困擾與爭議，亦使得委託書徵求人所得股數存有不確定性，因此，於公司法第一百七十七條規定，股東之委託書送達公司後，欲親自出席股東會時，至遲應於股東會開會前一日撤銷委託，不得於股東會召開當日撤銷委託，其逾期撤銷委託者，以委託代理人出席行使之表決權為準。

²¹² PHILLIP J. SCALETTA, JR. AND GEORGE D. CAMERON III, FOUNDATIONS OF BUSINESS LAW, 849 (2nd ed.1990)