

董事會多元化規範之證券法議題

黃朝琮*

壹、前言

在ESG風潮當中，意指多元（diversity）、平等（equity）及共融（inclusion）之DEI，乃氣候議題外的另一焦點。對此，美國那斯達克交易所於2020年12月向美國證管會提案修改其規則，擬要求於其掛牌之公司就董事組成之多元化程度予以揭露或說明。該等提案雖為美國證管會於2021年8月6日批准¹，然有質疑該等要求之適法性而提起訴訟有所爭執，為美國聯邦第五巡迴法院經全院庭審（en banc）後，宣告為無效，其中論述，觸及若干證券法之根本議題，值得關注與探討。

在此問題意識下，本文以下先介紹那斯達克董事會多元化規則，並說明美國聯邦第五巡迴上訴法院之全院聽審判決論述後，提出若干觀察並就我國法進行若干思考，而提出本文結論。

貳、那斯達克董事會多元規則之主要內容

那斯達克之提案主要得以分為三個部分²。首先，那斯達克擬增訂Rule 5606，要求於其掛牌之公司以那斯達克所規定之統一格式，揭露董事會關於其成員所自我認同之性別、種族及LGBTQ+身份的統計資訊³。

* 本文作者係美國賓州大學法學碩士，宏鑑法律事務所合夥律師。

註1：Richard W. Painter, *Board Diversity: A Response to Professor Fried*, 27 STAN. J.L. BUS. & FIN. 174, 175 (2022).

註2：因美國聯邦第五巡迴上訴法院並非因那斯達克提案之具體文字違法而宣告無效，而是以該等提案之規範方向及內容，作為建構裁判理由之基礎，故以下不就那斯達克之提案文字為具體介紹，而是參考那斯達克之提案說明，介紹其中之主要內容。以下所敘相關提案規定之全文，可參見Nasdaq, *Nasdaq 5600 Series* (past version, published Aug. 28, 2024), <https://perma.cc/YR4W-FY27> (last visited Apr. 16, 2025); Nasdaq, *Nasdaq 5900 Series* (past version, published Dec. 20, 2024), <https://perma.cc/YR4W-FY27> (last visited Apr. 16, 2025).

註3：Nasdaq, *Amendment 1 to Proposal to Advance Board Diversity and Enhance Transparency of Diversity Statistics Through New Proposed Listing Requirements (Form 19b-4)* (Feb. 26, 2021), at 3, <https://perma.cc/M3K6-SGYU> (last visited Apr. 13, 2025). LGBTQ+為Lesbian、Gay、Bisexual、Transgender及Queer各單字首字母之組合，「+」則表徵涵蓋無限性別認同的可能。參見賴宇忻、林昀嫻（2024），〈從親權酌定看美國同性家庭親子關係之建立〉，《法學叢刊》，第69卷第4期，第29頁，註19。

再者，那斯達克提案增訂Rule 5605(f)，要求於其掛牌之公司的董事會中，包含至少一名自我認同為女性之董事，以及至少一名自我認同為非裔、拉丁裔、亞裔、原住民（美國本土、阿拉斯加、夏威夷或大洋洲）、兼具以上族群及白人身份之二以上族群或種族，或是LGBTQ+；如董事會未有以上組成，則須揭露為何未有該等組成之理由⁴。

最後，那斯達克並提案增訂Rule-IM-5900-9，擬向於其掛牌之公司提供免費服務，使之得以接觸符合以上資格的董事候選人，並使公司得以自我評估自身董事會之多元化程度⁵。

參、聯邦第五巡迴上訴法院之全院庭審判決

那斯達克提出之董事會多元規則為Alliance for Fair Board Recruitment起訴挑戰其有效性，為聯邦第五巡迴上訴法院由三名法官組成之合議庭宣告為有效⁶，而由原告聲請全院庭審，為聯邦第五巡迴上訴法院以9:8之票數，作成AFBR II而推翻原判決，宣告Rule 5606及

Rule 5605(f)為無效⁷。

在AFBR II中，聯邦第五巡迴上訴法院指出，那斯達克作為一自律機構（self-regulatory organization），其規則之制定與調整必須經過美國證管會批准，始得生效⁸，而美國證管會在審查自律機構提出之規則草案時，須審查其中內容是否與1934年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）（以下簡稱「美國證交法」）之要求相符，若為否定即不應准許⁹。該等要求係見於美國證交法 § 6(b)，規定美國證管會應審查交易所之規則旨在「防止欺詐和操縱行為」、「促進公正衡平之交易原則」、「增進與從事監管、結算、清算、資訊處理之相關人員間，就促進證券交易所進行的合作與協調」、「消除對自由開放市場及全國市場體系之障礙並予以完善」、「一般性地保護投資人及公共利益」；這些規則也不應在客戶、掛牌公司、經紀人或交易商間造成不公平歧視，也不應將美國證交法所授予的規範制定權限，用來規範與美國證交法目的或交易所管理無關之事項¹⁰。對此聯邦第五巡迴上訴法院認為，上開規定中與本件相關者，乃其中第(5)款規定交易所在行使

註4：Id.

註5：Alliance for Fair Board Recruitment v. SEC, 125 F.4th 159, 166 (5th Cir. 2024) (“AFBR II”).

註6：Alliance for Fair Board Recruitment v. SEC, 85 F.4th 226, 242 (5th Cir. 2023) (“AFBR I”).

註7：AFBR II, 125 F.4th at 185.

註8：Id. at 164 (citing 15 U.S.C. § 78s(b)(1)). 自律機構包含交易所、金融業監管機構（Financial Industry Regulatory Authority, Inc.）、清算機構、市政證券規則制定委員會（Municipal Securities Rulemaking Board）。See James Fallows Tierney, *Overseeing Private Rulemaking: Evidence from SEC Review of SRO Rules* (Dec. 14, 2024), at 4, <https://ssrn.com/id=4796871> (last visited Apr. 20, 2025).

註9：AFBR II, 125 F.4th at 164 (citing 15 U.S.C. § 78s(b)(2)(C)(ii)).

註10：15 U.S.C. § 78f(b)(5)

規則制定權限時，必須與美國證交法之規範目的或交易所之管理相關，始得為之¹¹。

在此基礎上，聯邦第五巡迴上訴法院遂進一步探究美國證交法之規範目的，而認為1934年當時市場上詐欺行為瀰漫，且投資人利用投機及操縱行為獲利，遂制定美國證交法以為因應¹²，其中要求資訊揭露者，係為避免公司對投資人隱匿其財務問題，並促進有價證券之效率定價，故美國證交法要求資訊揭露有其目的，並非為了揭露而揭露¹³。

聯邦第五巡迴上訴法院接續即在上開分析下，逐一論述美國證管會准許那斯達克制定董事會多元化規則，是否適法。

首先，美國證管會認為，董事會多元化規則得以「促進公正衡平之交易原則」。然聯邦第五巡迴上訴法院認為，上開文句所指稱，係促進道德上正確並符合證券專業之規範與習慣的行為，而為自律機構用以制定道德規範，並據以進行懲戒¹⁴，而掛牌公司拒絕提供其董事關於種族、性別及LGBTQ+之資訊並非不道德行為，無從以此作為制定董事會多元化規則之依據¹⁵。

再者，美國證管會認為，董事會多元化規則得以「消除對自由開放市場及全國市場體系之障礙並予以完善」，而亦為聯邦第五巡迴法院所駁斥，認為其中所指之「自由開放

市場」，係以證券交易市場為對象，指稱該市場係開放予所有買方及賣方參與且未對交易所間之競爭有所限制的狀態，因此若交易所制定之規則得以減少證券交易在執行上之交易成本，將可認為係在促進自由開放市場，但美國證管會對於董事會多元化規則，僅認為此將有助於某些投資人的投資及投票決策，與證券交易之執行無關，亦非那斯達克得以制定該規則之依據¹⁶。

三者，美國證管會認為董事會多元化規則得以「一般性地保護投資人及公共利益」，但此亦不為聯邦第五巡迴法院所接受，蓋此一描述係概括文字，其內涵須參照該段描述出現前之詞語以為理解，而審酌美國證交法已表明其目標在避免使投資人及一般大眾因詐欺及操縱行為、交易所之限制競爭行為而受有損害下，該等目標亦同為交易所之規則所應追求者¹⁷；那斯達克雖認為公司董事會之種族、性別及LGBTQ+的認同，與公司之財務表現、內部控制、資訊揭露、經營監督等有所連結，但該等連結是否存在，美國證管會亦肯認相關研究存有正反意見而未有定論，即不應僅因那斯達克有所主張即逕予採認¹⁸，何況董事會多元化規則亦要求公司在未符合要求時必須有所解釋，則那斯達克必須說明，董事會未多元組成且未予解釋之公

註11：AFBR II, 125 F.4th at 164.

註12：Id. at 169-70.

註13：Id. at 172.

註14：Id. at 176.

註15：Id.

註16：Id. at 177.

註17：Id. at 178.

註18：Id. at 179.

司，與董事會未多元組成但有所解釋之公司，兩者在公司治理的表現上將有所差異，但那斯達克並未說明該等差異之存在，故美國證管會無法以公共利益的理由，准許那斯達克增訂董事會多元化規則¹⁹。因此，聯邦第五巡迴上訴法院認定美國證管會對於董事會多元化規則之批准，乃出於恣意專斷（arbitrary and capricious），而將之宣告為無效²⁰。

肆、若干觀察

*AFBR II*之爭點固然在於董事會多元化規則之效力，然就聯邦第五巡迴上訴法院之裁判理由觀之，其中亦觸及若干證券法上之基本核心議題，值得思考與探討，析述如下。

一、證券法規之目的與揭露規定之範圍

綜觀*AFBR II*的論述，可知聯邦第五巡迴上訴法院係藉由法規目的之界定，進一步論斷董事會多元化規則之制定，是否落入該等目的之內，從而論斷其效力，其中所涉，除美國證交法 § 6(b) 授予交易所之規範制定權限的範圍，更上溯至美國證交法本身立法目的之

探究。就文義而言，美國證交法 § 6(b) 授予之證交所規範制定權限，固然及於「促進公正衡平之交易原則」、「消除對自由開放市場及全國市場體系之障礙並予以完善」及「一般性地保護投資人及公共利益」等，但因該條後段亦明白指出，交易所制定之規範不能逾越美國證交法立法目的之外，即使得董事會多元化規則之效力，將與美國證交法之目的界定寬窄，息息相關。

對此，聯邦第五巡迴上訴法院係將美國證交法之目的，界定為防免詐欺及操縱行為、消除交易所之限制競爭行為²¹，進而論斷董事會多元化規則與上開目的之達成無涉，並宣告美國證管會准許該規則之制定的決定為無效。故此處核心問題，在於美國證交法之目的是否如聯邦第五巡迴上訴法院所稱，僅以防免詐欺及操縱行為、消除交易所之限制競爭行為為限，其中又以前者為關鍵。

在*AFBR II*中，聯邦第五巡迴上訴法院是由1934年當下之詐欺瀰漫，推導出美國證交法係為防免詐欺及操縱行為²²。但即使美國證交法是在此等時代背景而生，亦不代表該法之目的僅以防免詐欺及操縱行為為限，毋寧有使投資人取得充足資訊而就有價證券為精

註19：Id. at 179-80.

註20：Id. at 185. 除以上三點介紹，聯邦第五巡迴上訴法院另並援引主要問題原則（major questions doctrine）以為支持，但其論述主要仍是建立在其對於美國證交法之立法目的係在避免使投資人及一般大眾因詐欺及操縱行為，以及交易所之限制競爭行為而受害的基礎上（See, id. at 180-84），範圍不出以上三點，故不予贅述。主要問題原則為近來美國憲法及行政法上之重要原則，相關介紹可參見梁志鳴（2024），〈主要問題原則與美國管制國家之法理基礎——歷史背景、近期發展及可能啟示〉，《政大法學評論》，第177期，第290-306頁；黃朝琮（2025），〈證券氣候資訊揭露之適法性爭議〉，《臺北大學法學論叢》，第134期，第28-38頁。

註21：AFBR II, 125 F.4th at 178.

註22：Id. at 169-70.

確定價之意²³。因此資訊揭露之範圍，應不以該資訊之不提供將造成詐欺或操縱行為為限，尚及於有助於判定有價證券之價值者。退步言之，美國聯邦最高法院對於資訊是否具有重大性所提出的諸多定義中，尚包含合理股東（reasonable shareholder）在決定如何投票時，很有可能認定為重要之事項²⁴，則在此定義下，公司所須揭露之資訊不以影響定價者為限，足以左右股東投票決定者亦屬之，從而即使認為美國證交法之目的在於防免詐欺及操縱行為，得以影響股東投票之資訊若未揭露，同樣有構成證券詐欺之疑慮，而得以命公司進行揭露。

就此而言，*AFBR II*雖亦肯認董事會多元化之資訊，有助於某些投資人作成投資及投票決策²⁵，但似乎認為若非全部投資人皆有需要獲悉之資訊，即不在資訊揭露的範疇。此若為聯邦第五巡迴上訴法院之真意，則有待研求。

就投資決策而言，在效率市場的運作機制中，獲取資訊之投資人將就該等資訊進行評

價而對有價證券之價值有所判斷，進而根據該等判斷及當時市場價格，作成買入或賣出之決定而成交，並推升/降市場價格，其他投資人雖未獲取資訊，但得根據市場價格的變化，作成自身投資決策，故投資人即使未獲取資訊，仍將間接受該資訊影響²⁶，且隨著足以影響價格之資訊越充分地存在於市場，市場價格將越能反映公司價值，而越能使投資人在買、賣有價證券的過程中，獲得應有的利益，進而使投資人在參與證券市場的過程中獲得保障²⁷。因此即使只有某些投資人將根據董事會多元化資訊作成投資決策，市場價格仍將有所變化，進而影響全體投資人，而不能僅因資訊需求只存在於部分投資人，即謂公司無須揭露。

就投票決策而言，吾人須正確體認，股東會決議之作成過程並非各股東孤立地形成投票決策，毋寧股東彼此間有所溝通互動，此等股東間進行審議（deliberation）以形成決策的過程，為公司行為具有正當性（legitimacy）的關鍵²⁸。因此，即使僅有特定股東之投票決

註23：Ann Lipton, *Fifth Circuit Strikes the NASDAQ Diversity Rule* (Dec. 11, 2024),

<https://www.businesslawprofessors.com/2024/12/fifth-circuit-strikes-the-nasdaq-diversity-rule/> (last visited Apr. 21, 2025). 此亦為*AFBR I*所採。See *AFBR I*, 85 F.4th at 251. 相關中文說明，參見游啟璋（2016），〈證券交易法的基本功能〉，賴英照講座教授七秩華誕祝賀論文集編輯委員會（編），《當前公司與證券法制新趨勢——賴英照講座教授七秩華誕祝賀論文集》，第118-120頁，元照。

註24：TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449 (1976).

註25：AFBR II, 125 F.4th at 177.

註26：關於市價價格之調整機制，相關說明請參見黃朝琮（2022），〈效率市場概念於美國公司法上之應用〉，氏著，《公司法論文集IV：效率市場與商業訴訟機制》，第7-9頁。

註27：Holger Spamann, *Indirect Investor Protection: The Investment Ecosystem and Its Legal Underpinnings*, 14 J. LEGAL ANALYSIS 16, 31-34 (2022).

註28：相關說明請參見黃朝琮（2025），〈股東參與及公司治理〉，《臺灣財經法學論叢》，第7卷第1期，第352-362頁。

策將因董事會多元化資訊而受影響，該等股東亦有可能在溝通互動的過程中改變其他股東想法，尤其美國行動股東（shareholder activist）盛行，其訴求若能獲其他股東支持，將有可能改變股東會議案投票結果²⁹。因此，亦不能僅因資訊需求只存在於部分投資人，即謂公司無須揭露。

儘管如此，董事會多元化狀況是否真為若干投資人所審酌，仍有待檢證。論者即有認為，董事會多元組成未必得以提升公司價值，甚至有害³⁰，但亦有對之予以反論³¹，未有定論³²。就此而言，即令未如AFBR II般就美國證交法之目的為狹隘認定，那斯達克之董事多元化規則仍須詳加檢驗，方可確定其是否具有保護投資人之作用，而為交易所得以制定規則要求揭露者。

二、資訊揭露與行為促進間之關係

在AFBR II中，那斯達克及美國證管會的抗辯之一，乃董事會多元化規則僅是要求公司

進行資訊揭露，並非是就掛牌於那斯達克之公司的董事會應如何組成，有所規定³³。對此，聯邦第五巡迴上訴法院除認為那斯達克於董事會多元化規則之制定說明中，已表明該規則設下董事會組成多元化之目標，並認為該規則要求董事會組成未符合要求之公司，必須對此加以解釋，該等解釋行為已不再只是資訊揭露，而是一種以公開羞辱方式（public shaming），對公司進行的懲罰³⁴。

細繹上開抗辯與法院論述，可知不同見解背後之衝突，係對於資訊揭露與其衍生效果間之關係，存有不同想像所致。在那斯達克及美國證管會的抗辯中，渠等應是認為，無論是對於董事會組成之揭露，抑或是就董事會組成未符合要求所提出之解釋，均是一種資訊揭露，至於揭露後所生之效果，則與資訊揭露係屬二事。相對而言，聯邦第五巡迴法院則對於揭露行為及因此所生之效果視為一體而綜合評價，認為公司對於未符合規則所提出之解釋，將帶來羞辱而在性質上是一種懲罰。

註29：2021年避險基金Engine No. 1訴求石油公司埃克森美孚（Exxon Mobile）營運績效不佳，且未就碳排放減量提出有效因應，遂提名四席董事，獲機構投資人支持而僅以0.02%股權取得三席董事，即為著例。See Matt Phillips, *Exxon's Board Defeat Signals the Rise of Social-Good Activists* (June 9, 2021),

<https://www.nytimes.com/2021/06/09/business/exxon-mobil-engine-no1-activist.html> (last visited Apr. 24, 2025).

註30：Jesse M. Fried, *Will Nasdaq's Diversity Rules Harm Investors*, 12 HARV. BUS. L. REV. ONLINE, art. 1, at 5-8 (2021).

註31：Painter, *supra* note 1, at 187-222

註32：Jill Fisch, *Promoting Corporate Diversity: The Uncertain Role of Institutional Investors*, 46 SEATTLE U. L. REV. 367, 375-79 (2023). 中文文獻之說明，參見楊岳平（2023），〈公司治理與經營階層組成多元性的實證研究——以女性參與經營我國銀行業為例〉，《臺灣財經法學論叢》，第5卷第1期，第311-316期。

註33：AFBR II, 125 F.4th at 184.

註34：AFBR II, 125 F.4th at 184.

在美國法上，以資訊揭露方式進行管制，係於新政時期為行政機關採用，以美國證管會為先驅，而在1970年代的環境法中取得主導地位³⁵，其背後邏輯，即是在藉由資訊揭露促使提供者及接受者採取行動。以營養成分標示為例，其一方面促使消費者在選擇包裝食品時，選擇成分較為健康者，另一方面亦使食品製造商生產較為健康的產品³⁶。由此可見，資訊揭露手段本即旨在影響行為，而相同理念亦可見於證券法中：公司經營階層在資訊揭露要求下，知悉其行為將受檢視，則為避免因資訊揭露而遭訴追責任³⁷或遭受責難³⁸，將相應調整其內容。

由此可見，那斯達克在選擇以資訊揭露手段就董事會多元化進行規範時，本即有促使掛牌公司有所行為之意，至於揭露後所生之效應，乃第三人之評價，非美國證管會或那斯達克所得操控。何況公司在提出說明時，是否當然是一種自我羞辱，又是否會是一種懲罰，亦有待斟酌³⁹，若公司得以就其董事

會組成提出適當說明，至多為一可受公評事項，未必有對錯可言⁴⁰。就此而言，AFBR II認為要求公司提出解釋已不再只是資訊揭露，而是以公開責難方式進行之懲罰，如此說法，實有待斟酌。

伍、我國法董事會多元化規定之檢視

一、董事會多元化組成之揭露

關於董事會多元化組成之揭露，我國係於公開發行公司年報應行記載事項準則（以下簡稱「年報準則」）⁴¹，對於董事會多元化有所著墨。其中，附表一關於董事會多元化部分，原係規定「董事會多元化：敘明董事會之多元化政策、目標及達成情形。多元化政策包括但不限於董事遴選標準、董事會應具備之專業資格與經驗、性別、年齡、國籍及文化等組成情形或比例，並就前揭政策敘

註35：Annie Brett, *Rethinking Environmental Disclosure*, 112 CAL. L. REV. 1535, 1543 (2024).

註36：Stephanie Bornstein, *The Enforcement Value of Disclosure*, 72 DUKE L.J. 1771, 1777, 1779 (2023).

註37：Id. at 1782.

註38：Peter V. Letsou, *The Changing Face of Corporate Governance Regulation in the United States: The Evolving Roles of the Federal and State Governments*, 46 WILLAMETTE L. REV. 149, 176 (2009).

註39：此另涉及公司因董事會多元化規則而必須揭露，是否涉及強制商業性言論（compelled commercial speech）的問題。此因未為AFBR II所觸及，故不於此深論。關於強制商業性言論之相關討論，可參見張兆恬（2024），〈酒類廣告強制標示警語之合憲性議題——最高行政法院111年度上字第724號裁定〉，《新學林法學》，第4期，第60-63頁。

註40：財務資訊之不實揭露將肇致責難，係因其中內容與公司實際狀況不符所致，若如實揭露，至多僅是不同投資人對於公司表現有不同評價的問題。與之類似，董事會多元化資訊若得以如實揭露或說明，尚難認為是一種自我羞辱，投資人的反應僅是在反應其對於資訊揭露內容之評價而已。

註41：以上關於年報準則之現行及歷史規定，係引自證券暨期貨法令判解查詢系統，
<https://www.selow.com.tw/Home>。

明公司具體目標及其達成情形」⁴²，於2024年8月1日修正時，則於上開文句後，增訂要求「若上市上櫃公司董事會任一性別董事席次未達三分之一者，敘明原因及規劃提升董事性別多元化採行之措施」。

上開文句中，要求上市櫃敘明董事會之多元化政策、目標及達成情形，以及任一性別董事席次未達三分之一時，須說明原因等部分，性質上屬資訊揭露之要求，是否適法，將需探究該等要求是否為金管會依法獲得授權而得制定者。

按年報準則第1條指明，其係依證交法第36條第4項制定，而證交法第36條第4項係規定，依該法發行有價證券之公司「應編製年報，於股東常會分送股東；其應記載事項、編製原則及其他應遵行事項之準則，由主管機關定之」，但對於主管機關金管會在此授權下所得規範的事項為何，證交法第36條第4項雖未有明文，但學說上有指出，年報之目的在於強化公開原則，使股東得以藉由年報了解公司之財務業務狀況⁴³，而證交法對於資訊是否重大，係以其對股東權益或證券價格是否有重大影響為斷（證交法第36條第3項第2款參照），因此若一資訊將影響股東之投票決策或投資決策，即可認為係對股東權益或證券價格有重大影響。

因此，董事會多元化組成資訊是否為年報

準則所得規定要求揭露之事項，繫諸於該資訊是否為股東投票時所將審酌，抑或將對公司營運表現有所影響⁴⁴，若為肯定，即為年報準則所得要求揭露之事項。此為實證問題，有待相關研究以為釐清。

有疑義者，乃年報準則於2024年8月1日修正時，並要求上市櫃公司在任一性別董事席次未達三分之一，須「規劃提升董事性別多元化採行之措施」，此一語句所指為何，未臻明確。若該句僅是要求上市櫃公司說明其對於董事性別多元化之提升將有何作為，上市櫃公司仍得選擇是否有所作為，而只要將其決定予以揭露⁴⁵，則其性質仍屬資訊揭露，只要足以佐證董事會多元化組成之資訊，對股東權益或證券價格是否有重大影響，即為已足。然而，若該句係課予上市櫃公司採取提升董事性別多元化之作為義務，則已明顯逾越年報本身作為資訊揭露工具之原意，非證交法第36條第4項之授權所及，而有適法性疑慮。

二、不同性別董事之席次配額

除了年報準則中關於董事會多元會組成之揭露規定，我國尚存有就上市櫃公司之董事會組成，予以直接規定者，而與那斯達克之董事會多元化規則之規範手法，有所不同。

在2014年12月31日修訂之上市上櫃公司治

註42：至於此段文字係於何時增訂，證券暨期貨法令判解查詢系統中對於附表一之歷史資訊相對有限，尚不可考。

註43：賴英照（2025），《證券交易法論》，第128頁，自刊。

註44：請參見第肆、一、部分之說明。

註45：換言之，若上市櫃公司不打算有任何作為，並將該等不擬作為之意思予以揭露，即符合年報準則附表一之要求。

理實務守則中，於第20條第3項即首見要求董事會成員組成應考量多元化，並就本身運作、營運型態及發展需求以擬訂適當之多元化方針，宜包括性別、年齡、國籍及文化等基本條件與價值面向之標準；嗣後於2021年12月8日修正時，第20條第3項進一步指明女性董事比率宜達董事席次三分之一，而存續至今⁴⁶。上開規定雖直接指明女性董事之比例，然因上市上櫃公司治理實務守則僅具有建議性質，雖對各公司之公司治理評鑑結果有所影響，但不因該等守則之要求而負有法律上的義務⁴⁷。

然對於申請上市公司而言，上市審查準則規定，申請公司之董事會成員如為單一性別，證交所如認為不宜上市者，得不同意其上市⁴⁸，櫃買中心於上櫃審查準則中，亦有相同規定⁴⁹。

對於已經上市或上櫃之公司，證交所及櫃買中心之董事會設置及行使職權應遵循事項要點（以下簡稱「董事會要點」）則規定，

上市櫃公司之董事會成員自2024年起，不同性別董事不得少於1人（但董事任期於2024年未屆滿者，得自其任期屆滿時始適用之）⁵⁰，此等要點乃證交所及櫃買中心根據與上市櫃公司之上市或上櫃契約而制定⁵¹。

此等涉及董事會成員配額之規範，比較法上於美國加州曾先後立法，要求依加州法設立或總部設於加州之公司，應有一定數量的女性董事及多元族群成員⁵²，其中關於女性董事配額，為加州洛杉磯高等法院（Superior Court of California for the County of Los Angeles）認為，此等根據性別所為之差別待遇須以嚴格審查標準（strict scrutiny）進行審查，但加州政府並未舉證該等立法具有強烈政府利益（compelling government interest）、具有必要性，並已採取緊密裁製（narrowly tailored）之立法措施以達目的，故為法院認定未通過嚴格審查標準，違反平等原則為無效⁵³。

與之類似，對於多元族群董事配額之規

註46：以下關於上市上櫃公司治理實務守則之現行及歷史規定，係引自證券暨期貨法令判解查詢系統，
<https://www.selow.com.tw/Home>。

註47：楊岳平，前揭註32，第310頁。

註48：臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第9條第1項第9款。

註49：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有價證券審查準則第10條第1項第8款。

註50：臺灣證券交易所股份有限公司上市公司董事會設置及行使職權應遵循事項要點第4條第2項；財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心上櫃公司董事會設置及行使職權應遵循事項要點第4條第2項。

註51：臺灣證券交易所股份有限公司上市公司董事會設置及行使職權應遵循事項要點第2條；財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心上櫃公司董事會設置及行使職權應遵循事項要點第2條。

註52：除以下所述，加州相關法案及衍生訴訟之進一步介紹，可參見Raluca Papadima, *The Case Against the Business Case for Gender Quotas on Boards of Public Companies*, 61 IDAHO L. REV. 49, 51-58 (2025). 其他比較法之介紹，參見楊岳平，前揭註32，第307-310頁。

註53：Verdict of Crest v. Padilla, No. 19STCV27561 (Cal. Super. May 13, 2022), at 8-23, PERMA.CC (captured Apr. 27, 2025 11:57 AM),
<https://perma.cc/6Z33-9XWT>.

定，加州洛杉磯高等法院同樣適用嚴格審查標準，認為此等規定僅使用具有特定身份者，不具有該等身份但情境類似之人則被排除⁵⁴。美國加州東區聯邦地方法院（United States District Court for the Eastern District of California）亦認為，此等根據種族所為的配額規定，外觀上即違反平等原則而無效（facially invalid），而採取相同結論⁵⁵。

然而，上開美國法院見解，於我國法未必得以適用，蓋我國證交所為一股份有限公司而為私法人，其與上市公司係透過上市契約建立法律關係，實務上多認為屬私法關係⁵⁶；與之類似，我國櫃買中心為一財團法人而同樣為私法人，並與上櫃公司間存有上櫃契約法律關係，則循此延伸，證交所與櫃買中心

要求申請公司或已上市櫃公司之董事會不得為單一性別，乃基於私法關係所提出之要求，基本權僅有間接效力⁵⁷，無法為上市櫃公司援引以為對抗。何況我國相關規定僅要求上市櫃公司之董事會不得為單一性別或不同性別董事不得少於1人，並未直接針對特定性別（如女性）規定配額，與加州法不同，是否違反平等原則，亦有待斟酌⁵⁸。

儘管如此，因法院審判仍受憲法拘束，而可藉由民法第72條、第148條等等規定，將憲法及行政法上之原理原則導入私人間之權利義務關係當中⁵⁹，而上市櫃公司若未遵守董事會要點之規定，證交所或櫃買中心得處以公司最高新台幣500萬元的違約金⁶⁰，倘上市櫃公司針對違約金提起民事訴訟，法院在審

註54：Crest v. Padilla, No. 20 STCV 37513, 2022 WL 1073294, at *8 (Cal. Super. Apr. 01, 2022).

註55：Alliance for Fair Board Recruitment v. Weber, No. 2:21-CV-01951-JAM-AC, 2023 WL 3481146, at *2 (E.D. Cal. May 15, 2023)

註56：如臺北高等行政法院111年度訴字第815號裁定、臺北高等行政法院111年度訴字第75號判決。

註57：許宗力（2002），〈基本權利的功能〉，《月旦法學教室》，第2期，第75頁。在AFBR II中，原告是以美國證管會就那斯達克之董事會多元化規則所為批准，作為爭訟標的。我國證交法第140條規定交易所訂定之有價證券上市審查準則及上市契約準則，應向主管機關申請核定，則金管會對於上市審查準則中，董事會成員如為單一性別構成不宜上市事由之規定所為核定，乃行政行為，似有爭訟空間（證交法對於上櫃審查準則未有應提交主管機關核定之規定，但如實際上金管會亦有所核定，亦非無爭訟可能性），只是此時何人具有爭訟之當事人適格，恐不易界定。

註58：證交所及櫃買中心係配合金管會之政策而推動不同性別董事之席次配額規定，若細繹金管會之說明，可知此一措施係因「我國目前仍有近3成公司未設置女性董事，且女性董事達1/3之比率者尚低，為符國際趨勢，參酌香港近期修正之上市規範，要求上市櫃公司2024年前委任至少一名女性董事，另倘女性董事席次未達1/3，應於年報揭露相關事項」（金融監督管理委員會，上市櫃公司永續行動方案（2023年），第5頁，<https://tinyurl.com/49zs7zbn>（最後到訪日：2025年4月27日））。是否得以上開文字，主張證交所及櫃買中心制定相關規定時，雖文字上為「不同性別董事」，但心中所想實為女性董事，進而有類似美國法上之違反平等原則情事，不無研求餘地。

註59：詹森林（2019），〈憲法之基本原則及基本權於民事裁判上之實踐〉，《台灣法學雜誌》，第381期，第96頁。

註60：臺灣證券交易所股份有限公司上市公司董事會設置及行使職權應遵循事項要點第27條；財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心上櫃公司董事會設置及行使職權應遵循事項要點第27條。

酌是否有違約事由而產生違約金時，若認為有違反平等原則情事，將可援引民法相關規定，宣告董事會要點關於董事會席次配額的規定為無效，進而認定上市櫃公司未有違約情事。

進一步延伸，此處更為深層的問題，或許在於將證交所及櫃買中心之規範，界定為私法關係是否妥適，畢竟董事會應由一定數額之不同性別成員組成，涉及掛牌公司之管理，並為證交所及櫃買中心依據金管會政策規劃而採行⁶¹，具體規定亦經金管會核定，是否仍能謂此為私法關係，已非無疑；上市櫃審查準則之違反將使公司無法於證交所或櫃買中心掛牌，嚴重影響其有價證券之流通性，已掛牌公司之董事會多元狀況未符合董事會要點要求，所生之違約金最高可達500萬元，較證交法之罰鍰為高（證交法第178條參照）。就此而言，論者有主張，即使證交所及櫃買中心為私法人，仍應重新檢視、界定其對於掛牌公司之規範及據以執行之作為的性質，以杜絕權力之不當行使，藉以保障人權⁶²，誠屬的論。

陸、結論

本文以那斯達克提出之董事會多元化規則為對象，介紹、分析美國聯邦第五巡迴上訴

法院於AFBR II中，宣告該規則為無效的理由，指出聯邦第五巡迴上訴法院之論述，係因其對於美國證交法之目的為狹隘認定，且未正確認識資訊揭露本即是促進公司改變行為之手段，而有待研求。

相較於那斯達克之董事會多元化規則，我國未促進董事會組成多元化，於年報準則附表一要求公司說明董事會多元化情況，且若上市櫃公司董事會任一性別董事席次未達三分之一者，須敘明原因。此部分只要得以顯示董事會多元化資訊將影響股東之投票決策或投資決策，並無不可。然年報準則附表一並要求公司規劃提升董事性別多元化採行之措施，此若係在課與上市櫃公司作為義務，將非證交法第36條第4項之授權所及，而有適法性疑慮。

此外，我國證交所及櫃買中心並於上市櫃審查準則及董事會要點中，設有不同性別董事之席次配額規定。此於加州法上已為法院以違反平等原則而宣告無效，我國則因將上市櫃公司與證交所、櫃買中心間之關係定性為私法關係，憲法及行政法上之原理原則無從適用。然無論著眼於董事之席次配額已涉及掛牌公司管理，若有違反將招致無法上市櫃或高於證交法罰鍰之違約金，定性為私法關係是否妥適，毋寧是更為根本而必須要釐清的問題。

註61：金融監督管理委員會，同註58，第5頁。

註62：賴英照，前揭註43，第727-730頁。賴教授之論述雖係針對證交所而發，但於櫃買中心亦有適用。事實上，櫃買中心是否有規範制定權，就證交法規定而言，較證交所更有疑義，蓋櫃買中心之授權依據，僅能上溯至證交法第62條第2項，但該條授權對象為主管機關，不及櫃買中心，亦無主管機關得為轉授權之規定（參見賴英照（2022），〈公告不實與櫃買法制〉，《月旦法學雜誌》，第330期，第72頁），則櫃買中心援引證交法第62條第2項為據而制定不同性別董事之席次配額規定，誠有授權明確性之疑義。