美國機構投資人投票意向揭露制度簡介（上）

文／呂煜仁

壹、機構投資人代理投票揭露之沿革

一、鑑於機構投資人在上市櫃公司投資規模增加，有關機構投資人在股東會進行議案表決的投票權行使意向，也相形重要。是以因資本市場機構投資人所佔比例持續攀升，對於被投資公司的影響力也逐漸擴大，因此機構投資人在公司治理所扮演的角色也日趨重要。G20/OECD（20 大工業國國際經濟合作組織）在 2015 年所制訂公司治理守則中[1]也特別就機構投資人、證券交易所及其他中介機構的角色提出建議，就投票權行使與揭露部分，包括：

（一）機構投資人應披露與其投資有關的公司治理與投票政策，包括決定使用投票權的相關程序，該項原則並不要求機構投資人一定要進行投票，但要求其揭露如何行使其權利及成本效益考量問題，並指出各國就投票揭露方式及參與公司治理有不同規範，有向市場揭露或向受益人揭露，亦有補充性參與方式，例如在參與股東大會以外，與被投資公司建立持續對話機制；

（二）至於存管機構或代理人則應按照受益人指示進行投票，若未獲得特定指示則不得代客戶進行投票，例如存託憑證持有人，可透過投票代理權委託書，發出具有約束力的投票指示；

（三）機構投資人應揭露投票項目所可能產生之重大利益衝突，例如綜合性金融集團的持股投票行為；

（四）委託投票代理顧問、分析師、經紀商、評等機構及為投資人決策提供分析或建議的其他人員，應揭露可能損及其建議或分析公正性的利益衝突，並將該衝突控制於最低限度[2]因此建立機構投資人之「盡職治理」(Stewardship) 的基本原則。

二、我國臺灣證券交易所則依據金管會行政指導，在 105 年 6 月 30 日發布「機構投資人盡職治理守則」，透過機構投資人基於其與客戶、受益人或機構投資人本身之股東之長期利益，基於受託人責任，而促使機構投資人實質參與被投資公司的公司治理，「機構投資人盡職治理守則」第 4 章明定盡職治理之 6 項原則為：

（一）制定並揭露盡職治理政策。

（二）制定並揭露利益衝突管理政策

（三）持續關注被投資公司

（四）適當與被投資公司對話及互動

（五）建立明確投票政策與揭露投票情形

（六）定期向客戶或受益人揭露履行盡職治理之情形[3]。

然而，機構投資人與被投資公司所追尋的經營目標，有時合致，有時則有歧異，機構投資人積極參與公司治理所追求目的是否與其他股東利益一致，尤其各類型機構投資人所設立目的不同情況下，例如政府退休基金所追求或許是穩定收益，此時對於被投資公司擴張財務行為，或許會持保留態度；又例如避險基金，係為追求該基金投資者的最大利益，因此會著重於短期績效取得，也就是會產生所謂短期主義（Short-Termism）的問題[4]。

三、此外，由於機構投資人與最終受益人間的關係複雜，此時所生代理衝突問題，是否能透過對機構投資人盡職治理要求，而達到主管機關制訂「機構投資人盡職治理守則」目標。若以 109 年 8 月所發布的最新條文內容，相較於前揭 G20/OECD 在 2015 年公司治理守則所揭露之標準觀察，「機構投資人盡職治理守則」[5]大致上係依循前揭標準所制訂，其中並提供所謂機構投資人得委託專業服務機構代為進行盡職治理活動，並採取簽署參與方式，目前加入該守則簽署名單包含 152 家保險、銀行、證券、投信、四大基金等業者[6]。該原則二雖明定「制訂並揭露利益衝突管理政策」要求，然與 G20/OECD 2015 年公司治理守則相較，我國「機構投資人盡職治理守則」在原則二之指引 2-3，僅提及利益衝突態樣包括（1）機構投資人為其私利，而對客戶或受益人不利之決策與行動、（2）機構投資人為特定客戶或受益人之利益，而對其他客戶、受益人或利害關係人不利之決策與行動[7]，而未就綜合性金融集團的持股投票行為、委託投票代理顧問、分析師、經紀商、評等機構及為投資人決策提供分析或建議的其他人員所可能產生之利益衝突，為進一步的說明及規範。因此依據我國「機構投資人盡職治理守則」，是否能充分避免利益衝突情形，則非無疑。

四、至於就機構投資人投票政策與投票情形揭露部分，我國「機構投資人盡職治理守則」在原則五之下，建立相關基本原則，其中：

（一）指引 5-1，要求機構投資人對於客戶或受益人有重大影響議案，宜妥善行使其持有或受託管理股票之投票權。相較於 G20/OECD 2015 年公司治理守則，此處機構投資人並未細分與受益人或客戶間之契約內容，似將存管機構或代理人與一般機構投資人併予規範，而忽視存管機構或代理人則應按照受益人指示進行投票，否則應予棄權的原則架構。

（二）指引 5-2，則要求機構投資人應基於被投資公司資訊，考量客戶、受益人及被投資公司長期利益，避免機械式投票，若已取得股權研究代理機構之投票建議報告，仍宜自行判斷如何履行投票權。然此部分亦未區分機構投資人之投資目的，有無短長期持股情況，且若已委託股權研究代理機構，何以得違背該建議報告自行投票，如此一來有無違反對於客戶或投資人注意義務問題。

（三）指引 5-3，則要求機構投資人建立並揭露投票政策，包括（1）成本效益考量[8]、（2）評估各股東會提案並於會前與經營階層進行瞭解與溝通、（3）定義原則上支持、（4）反對或僅能表達棄權之議案類型、（5）聲明非絕對支持經營階層所提出議案、取得及採納股權研究代理機構報告情形。

（四）指引 5-4，則是紀錄保存要求，要求機構投資人妥善保管其履行投票權之情形[9]。

貳、美國機構投資人代理投票揭露法制發展

一、機構投資人在有公司治理所扮演外部監督之下角色加強，美國證管會則基於機構投資人對於客戶的受託義務，在 2002 年提出兩個修法方向，包含通過要求投資公司揭露其代理投票政策和程序，與所持有投資組合證券相關的實際投票情形，以及要求對客戶代理行使投票權的註冊投資顧問，採用符合受託標準的代理投票政策，並進行揭露代理投票記錄，這兩項提議並在 2003 年 1 月通過[10]。美國證管會的提案，進一步促進了股權研究代理機構的發展，因為美國證管會會以不執法意見函方式，採取非個案逐一檢視，而僅就檢驗利益衝突程序方式進行判斷，機構投資人可藉此避免行使投票權時，違反其對客戶受託義務之要求[11]。

二、美國證管會上開投票政策與投票情形揭露要求，包括：基金將其代理投票決定委託給其投資顧問或其他第三方，或依賴第三方推薦程度；對證券持有人的權利或特權可能產生重大影響有關的投票政策和程序決定；其他關於代理投票政策上支持或重視管理層意見的程度。因此，不論是開放式和封閉式基金，均需要每年在美國證管會所訂的 N-PX（係指代理權投票紀錄表格）表格上提交其代理投票記錄。代理投票記錄必須包括基金投資組合在公司股東大會上審議的事項，包括：（1）發行人名稱；（2）投資組合證券的交易所股票代碼；（3）投資組合證券的 CUSIP（係指分配在美國和加拿大所有股票「含記名債券」的識別號碼）編號；（4）股東大會日期；（5）對投票事項的簡要說明；（6）該事項是由發行人提出還是由證券持有人提出；（7）基金如何投票（例如，贊成或反對提案，或棄權）；（8）基金是否對管理層投了贊成票或反對票；（9）基金是否對此事進行投票[12]。

這樣的規範係透過揭露方式檢視代理投票政策一致性，促使機構投資人因應潛在責任風險，而審慎行使對公司議案投票代理權。因而有論者對此批評，這種揭露政策無助於機構投資人客戶或股東，亦增加機構投資人管理成本，以及僅為達成證管會有關加強公司治理的政策目標，且與向來證管會所依賴的獨立董事制度，用以處理利害衝突問題的方向不同；並認為透過制訂機構投資人內部行使股東權之決議程序，會比揭露資訊來的有效果，也與客戶投資基金係尋求專業化

（文轉三版）

註釋

1 OECD (2015), *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Publishing, Paris, https://doi.org/10.1787/9789264236882-en。

2 Id.pp29-32.

3 臺灣證券交易所發布「機構投資人盡職治理守則」，臺灣證券交易所公司治理中心新聞稿，2016/6/30，https://cgc.twse.com.tw/pressReleases/promoteNewsArticleCh/1206。

4 見楊岳平，公開發行公司之公司治理、機構投資人與股東行動主義，臺灣財經法學論叢第 2 卷第 1 期，109 年 1 月，頁 389。

5 「機構投資人盡職治理守則」修正條文，臺灣證券交易所公司治理中心，2020/8/10，https://cgc.twse.com.tw/docs/stewardship1.pdf。

6 「機構投資人盡職治理守則」簽署名單，臺灣證券交易所公司治理中心，https://cgc.twse.com.tw/stewardshipList/listCh，其中寶佳資產管理股份有限公司 109 年 12 月 30 日除列於簽署名單。

7 前揭註 5。

8 例如持股達一定比例或金額始行使投票權。

9 前揭註 5。

10 Brian D. Stewart, DISCLOSURE OF THE IRRELEVANT? - IMPACT OF THE SEC'S FINAL PROXY VOTING DISCLOSURE RULES, 9 Fordham J. Corp. & Fin. L. 233, 234.

11 前揭註 4，頁 415；黃朝琮，股東會投票顧問機構之運作與規範，臺北大學法學論叢，第 118 期，2021 年 3 月，頁 185。

12 Supra note 10, at 239,240.

13 Supra note 10, at 244,245,248-250.

JUDICIAL 司法 徵稿啓事
三、文稿內容應符合學術倫理規範，請勿違反學術社群共同接受的行為準則；並請適當遮掩個資及其他法定限制公開事項。
六、文稿一律不退件，請自留底稿。稿件如經採用，文責自負。
七、刊出文稿除紙本刊登外，亦置司法院網站；並酌計稿酬，寄贈該期刊物。

盡其在我 樂活人生

—記述莊秋桃前院長的人生體悟

高雄高分院前任莊秋桃院長於 111 年 8 月底榮退，回顧莊院長自 70 年擔任法官至 111 年，奉獻司法 41 年，其中，在高雄高分院任職期間長達 20 年的歲月，其他時間則分別在屏東地院、高雄地院、高雄少年及家事法院、橋頭地院任職。在高雄高分院所舉辦的歡送會上，莊院長表示，能在該院退休，深感溫暖，並分享她的人生點滴，傳承其人生體悟。

莊院長在屏東出生長大，大學就讀政治大學法律系，畢業於臺灣大學法律研究所。莊院長在與同仁話別時提到幾件影響她為人處事態度的故事。

其一是莊院長自小即擔任班長，常自主安排同學複習課業。高三時，她思考身為班長還能再做些什麼？當時屏東地區的大學升學率並不高，莊院長深信只要努力，一定可以讓全班同學都考上大學，於是與同學取得共識，訂好讀書計畫，把全班同學分組，並遴選小組長，規劃每日讀書進度，同學們卯足心力備考，結果放榜時，全班 40 幾位同學都考上大學，這成績可謂空前絕後，轟動鄉里。這件事讓莊院長體會到有志者事竟成，也感受到如果有能力、有機會幫助別人，就一定要盡力去做，因為那是人生最有價值且最快樂的事情。

另一則是莊院長回憶初任法官時，因資歷尚淺、閱歷不豐，曾以嫉惡如仇的心態來面對犯行重大的被告。但隨著時間的洗禮及經驗的累積，慢慢體悟到世事並不是非黑即白，每個人的生命歷程不盡相同，命運也各有造化。從此，在審視案件，看待別人的錯誤時，都會多點寬容少點責備，因為訴訟中的當事人，他們所面臨的都是人生中的失意苦難，即令結束訴訟後所開展的人生，也常是更挫折、艱難。因此，對比順遂人生的我們，他們其實更需要同理及鼓勵。莊院長說，職司審判職務，不僅僅只是審究法律、裁決是非而已，更多的時候還要肩負諭知人性、教化心靈的任務，才能讓迷途知返、知錯能改的人們還能獲得再次重生的機會及勇氣，進而彰顯出司法的價值與精神。

莊院長也憶及當年籌備高雄少家法院及橋頭地院時的歷程，因為想讓懷著焦慮不安、忐忑緊張的訴訟當事人進入法院時能放鬆、沈澱心情，因此在空間設計及裝置上以民眾感受為主，避免太強化易造成壓力的司法元素，她認為友善關懷是安撫人心的最佳準則。

莊院長表示：「盡其在我、樂活人生，這是我的人生宗旨」。一直以來，她除了鼓勵同仁在自己的工作領域內，展現自我，勇於敢為、積極付出外，更期許同仁能秉持著開心、快樂的心理來面對生命中所有的挑戰，透過正向及豁達的價值觀來化解遭遇的瓶頸，以輕鬆自在的心情，幸福快樂的度過每一天。她談到：如果把人生比擬成樹木，結實的主幹是通往人生幸福快樂的道路，橫向錯綜的分枝，意味著不如意及情緒糾結，雖偶有停滯徘徊的時候，但不要忘記主幹道，要跳脫蜿蜒，儘快回歸開心快樂的人生目標，否則走入岔路不回頭，就離主幹道的終點目標越來越遠了。

莊院長一向期許同仁把開心、快樂當作生活的目標，把日子經營的有聲有色、多采多姿。相信莊院長退休後的生活，一定也是豐富充實、樂活自在。

（高雄高分院民事紀錄科林宛玲書記官記錄）

（文接二版）

協助目標一致。此外，除揭露格式，以及於被投資公司影響、不相干的資訊揭露外，由於在機構投資人募集說明書中記載越來越多資訊，已偏離協助客戶有效決定是否投資特定公司或基金之目的[13]。

三、美國證管會根據 1940 年《投資公司法》修訂 N-PX 表格，以加強共同基金、交易所交易基金（ETF）和某些其他基金每年報告代理投票情況。而為有效回應前開批評，美國證管會在 2021 年提出相關規則修正建議，並向公眾提出徵詢，主要修正方向包括對 N-PX 表格修訂，以加強共同基金、交易所交易基金（ETF）和其他註冊管理投資公司目前每年報告其代理投票的資訊，並使這些資訊更易於分析。另外委員會還根據 1934 年《證券交易法》提出了新的第 14A 條規則 1（14Ad-1 草案），規範機構投資經理人依據第 14A 條要求，每年在 N-PX 表格上報告有關經營階層薪酬事宜的投票代理行使情形（即 Say-on-pay[14]“薪酬發言權“投票）[15]。然而，除了解讀分析不易問題外，機構投資人通常會透過出借所持有股票方式以產生收益，然此時若要行使投票權，則會產生需收回股票而減低機構投資人收益情形，此部分在過去 N-PX 表格並未揭露。因此，美國證管會提議要求將發行人代理權表格與投票事項描述連結，並對投票事項依據類型進行分類，且透過使用美國證管會提供的以網絡為基礎的結構式語言（XML）文件以提供數據報告；另要求揭露已投票股份數量以及借出和未收回的股份數量，亦要求機構投資人於其網站上揭露前開投票資訊；並要求機構投資經理人提供有關經營階層薪酬事宜的投票代理行使情形[16]。以下僅就較重要部分進行介紹：

（一）首先，就股票借出情形，過去要求機構投資人就其持有期間有關股票持有相關表決權行使議題均須揭露，修正建議則限於當投票權得紀錄行使期限前，機構投資人可取回該股票時始須揭露[17]。

（二）其次，將應提供有關經營階層薪酬事宜的投票代理行使情形之申報人範圍，擴及到證券交易法定義之機構投資經理人[18]。

（三）就經營階層薪酬事宜，該修正提議將投票權的行使，定義為實際使用投票權來影響投票決定時，需要揭露投票權行使情形。採用兩部分測試，來確定投票權行使是否必須揭露，一是需有對證券進行投票（或促使第三方對此類證券進行投票）的權力；二是在特定投票的情況下，實際使用權力來影響投票決定[19]。

（四）為有利於解讀，本次修正提議揭露代理行使投票權所使用語言及揭露事項次序一致性，並依據申報事項加以分類[20]。

（五）本次修正提議，建議揭露實際進行投票股票數量（若不知，則以實際指示進行投票股票數量），並要求揭露因借出股票而未收回行使股票權的股數。包括：（1）投票（或指示投票）的股份數量；（2）這些股份是如何投票（例如，贊成或反對提案，或棄權）。如果同時以不同方向投票（例如，包含支持和反對），建議要求揭露以不同方式投票（或指示投票）的股份數量。此處建議是認為揭露所投票股份數量，及借出股票數量，將使投資者更容易分析證券借貸活動如何影響報告人的投票行為。至於借出股票數量揭露，是基於投資顧問是受託人，關於證券借貸有受託責任，並考慮繼續借出證券或召回借出證券以進行投票之間利益權衡。

這裡要特別提及，有反對意見認為這樣的股數揭露，將造成容易分析機構投資人實際持股情形，但證管會說明則指出依據提出表格時期分析等，應不至於影響競爭[21]。美國證管會特別強調對修正提案所產生經濟影響的分析：對於預期產生的成本、收益以及對效率、競爭和資本形成的影響；也說明無法提供量化經濟影響分析所需數據的原因，例如提案相關的成本可能取決於基金和管理人員的現有系統和技術專業知識水平，可能因人而異[22]。

參 機構投資人代理投票揭露與委託書徵求

一、相較於公開收購或私募制度，我國實務上特有的公開發行公司出席股東會使用之委託書徵求運作，雖就選舉董事或監察人議案，有提高徵求門檻[23]，然實質上仍造成有意取得公司經營權者，僅取得公司少數股權即可取得控制權，而發生控制權偏離及代理問題。

（下期待續）

（作者為臺灣高等法院法官）

註釋

14 Say-on-pay 制度，依據陶德 - 弗蘭克法案（Dodd-Frank Act）第 951 條，在證券交易法案中增加第 14A 條規定，要求上市公司舉行不具約束力的股東諮詢投票以：（1）批准其指定經營階層薪酬；（2）確定此類投票頻率，可選擇每 1、2 或 3 年一次；（3）批准與合併或收購相關的“黃金降落傘”補償（統稱“薪酬發言權”）。

15 SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Enhanced Reporting of Proxy Votes by Registered Management Investment Companies; Reporting of Executive Compensation Votes by Institutional Investment Managers, Proposed rule [Release Nos. 34-93169; IC-34389; File No. S7-11-21], p1, https://www.sec.gov/rules/proposed/2021/34-93169.pdf, last visit:2021.12.04.

16 Supra note 15, at 12,13.

17 Supra note 15, at 16.

18 Supra note 15, at 17.

19 Supra note 15, at 19,20.

20 Supra note 15, at 35,36,39.

21 Supra note 15, at 43,44,46,50.

22 Supra note 15, at 101.

23 公開發行公司出席股東會使用委託書規則第 5 條第 1 項：委託書徵求人，除第六條規定外，應為持有公司已發行股份五萬股以上之股東。但股東會有選舉董事或監察人議案，徵求人應為截至該次股東會停止過戶日，依股東名簿記載或存放於證券集中保管事業之證明文件，持有該公司已發行股份符合下列條件之一者：
一、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召開股東會，徵求人應繼續一年以上，持有該公司已發行股份二百萬股或已發行股份總數千分之五以上。
二、前款以外之公司召開股東會，徵求人應繼續六個月以上，持有該公司已發行股份八十萬股或已發行股份總數千分之二以上且不低於十萬股。

WEEKLY 周刊
一、本刊歡迎兼顧理論與實務、探討司法制度、法學新知、足供讀者參考的作品；並歡迎司法人、事及法院的故事。來稿請聯繫（02）23618577 分機 844 或 845。
二、作品如以偵、審中案件，及未確定案件為主題，或作者為文稿議題之關係人士，請勿來稿。
四、文長宜在 7200 字以內，以利一次刊出。文內引用資料請加註解，以利參考。
五、本刊對來稿有權潤飾斟酌，對有疑義之內容將洽請作者再行檢視；不願接受刪改者，請加註說明。