美國機構投資人投票意向揭露制度簡介 下

文／呂煜仁

（文接上期）

依據學者研究結果，依據代理理論，在集中化股權情況下，控制股東的控制權與現金流量權發生偏離，此種股權結構可能使控制股東與公司利益不一致，將導致少數股東與控制股東間的利益衝突[24]。遑論於其他議案中，只要持有公司已發行股份 5 萬股以上之股東，即可擔任委託書徵求人的設計，所生前開架構性偏離情形應更為嚴重。又依據「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」第 8 條第 1 項規定[25]，委託書徵求僅被要求記載就反對意見之理由說明，以及董監選任議案之相關記載事項，而就其他議案採取贊成意見之形成理由，則無類似說明要求，相較於前揭「機構投資人盡職治理守則」在原則五所揭示原則觀察，公開發行公司出席股東會使用委託書規則有關股東會投票意向的設計，似有保障公司既有經營階層的決策傾向，亦即若受託人係贊成公司議案時，除應揭露利害關係外，並無其餘說明義務。然而就受託行使股東權本質不變的情形下，此種不對稱之資訊揭露設計，能否有效達成公司治理要求實有所疑。

二、當然，上開設計是否因前揭使用委託書情況，以不得以給付金錢或其他利益為條件，因此所生委託人與受託人間，非如機構投資人與客戶間因受有報酬之故，而存有較高之受託義務存在[26]，並非無討論餘地。此外，因委託書徵求所取得之代理表決權，因僅限於該次股東會，為鞏固暫時性控制效果，徵求人即需花費潛在成本，而誘使徵求人為取得暫時性控制權效果，而為違反利益衝突之議案決定[27]。也因此從實際上而言，此種投票權之授予是否全無經濟價值，若以公司併購所產生之控制權溢價理論觀察，將此種單以委託書行使解釋為單純的代理授權關係，而非從有償委任法理處理委託書徵求制度，也是造成我國實務上公開發行公司出席股東會使用委託書規則所生爭議的重要原因，也無法達成委託書原始設計係便利無法出席股東行使股東權之監督機制目的。然而，一味從限制委託書徵求門檻出發，亦將造成公開發行公司股東會召集及作成重大決議窒礙難行之虞。因此，本文認為為解決前揭代理成本問題，就公開發行公司出席股東會使用委託書規則，應比照「機構投資人盡職治理守則」相同法理，加強增列徵求人投票政策與投票情形揭露資訊事項及範圍。

三、此外，投票政策與投票情形揭露，在承認「股東表決權拘束契約」之情形下，更顯其存在必要性，一般而言，以股份有限公司為例，須經股東會議決事項，包括轉換無票面金額股[28]、辦理或停止公開發行[29]、特別股變更[30]等事項，均須經過股東會議決。而在 107 年 8 月 1 日公司法修正後，依據公司法第 175 條之 1 規定，就非公開發行公司，已明文規定可透過書面約定股東權行使契約[31]，而約定行使一定之表決權，此即為股東與他股東約定，於一般或特定場合，就自己持有股份之表決權，為一定方向之行使所締結之「股東表決權拘束契約」。因此，非公開發行股票公司之股東，得以協議或信託之方式，匯集少數股東意見，而以共同行使表決權方式，達到所需要之表決權數。

然而相對於非公開發行公司，立法者對於公開發行公司則以證券交易法第 25 條之 1 及公開發行公司出席股東會使用委託書規則第 11 條規定，明文禁止價購公開發行股票公司股東會委託書為據，認為為避免股東透過協議或信託方式有償轉讓表決權，故就公開發行股票公司明文排除前揭股東權行使契約之適用[32]。過往實務上，也多認為此類表決權拘束契約係因違反公序良俗而無效[33]。然亦有認除符合公司法第 175 條之 1、第 356 條之 9，或企業併購法第 10 條規定依法為有效外，若從締約目的與上開各規定之立法意旨綜合觀察，以不違背公司治理原則及公序良俗為前提，肯認非以意圖操控公司之不正當手段之「股東表決權拘束契約」。若從現行公開發行公司出席股東會使用委託書規則實務運作觀察，前開看法確有相當程度符合股權控制運作實際需求，惟解釋上或與公司法第 175 條之 1 第 3 項立法文字及立法說明有所出入，此部分是否屬類推解釋方法運用，或可進一步觀察。

四、由於過往機構投資人往往遵循華爾街規則（Wall Street Rule），依循公司經營團隊建議行使股東投票權，又或是以消極方式退出持股，嗣因美國勞動部認為退休基金對於勞工負有受託義務，因而有義務替勞工追求最大利益[34]，因而改變機構投資人傳統做法。因此，若承認法定外股東表決權拘束契約之存在，亦即就使用委託書徵求或機構投資人與其餘股東間，除非公開發行公司外，就公開發行公司，亦有成立股東表決權拘束契約可能，則有關於投票政策與投票情形揭露，則更具有踐行其受託義務價值，透過集體性投票意向揭露，搭配機構投資人本身專業性協助，及經濟上地位影響，對於少數股東保障及達成公司治理要求，或許較採取獨立董事效果更為卓著。若參酌美國證管會有關於委託書徵求的放寬修正，致使自 2000 年起，只要股東未交出委託書給第三人，即非徵求的從寬認定，而使機構投資人間可不受限制進行聯繫，進而進行股東權行使策略運作觀察[35]，因此對於法定外股東表決權拘束契約承認的實質效果，或能促成股東行動主義，但另方面也等於架空公開發行公司出席股東會使用委託書規則的規範效用，後續發展亦值注意。

肆 結論

相較前開美國關於機構投資人揭露規定，及 G20/OECD 在 2015 年提出的公司治理守則，我國「機構投資人盡職治理守則」可看出規範密度及方式確有巨大差異，我國現行「機構投資人盡職治理守則」尚有許多可修正空間。於美國股權相對分散公司結構中，由於個別股東股權比例不高，控制權與經營權分離明確，因此董事會與股東較易形成利益一致關係，因此藉由較具獨立性外部董事監督效果，可達有效公司治理。然而在集中化股權架構下，控制股東取代經理人地位，大股東經常利用其優勢地位掌控董事會及經理階層，除非控制股東持股比例大於一定程度，而使其與公司利益歸於一致，否則此時公司治理效率則會下降，縱使引用外部獨立董事，因選任程序受控制股東影響使然，亦無法達成有效公司治理效果[36]。

由於委託書徵求所形成代理問題嚴重，也因此，就公開發行公司而言，在我國控制股東仍屬少數控制股東，及複數表決權股票之禁止發行[37]，對於少數股東結合機構投資人，並透過橫向聯繫甚至於是表決權拘束契約，共同進行有效公司治理並非不能想像。又相較於現行委託書徵求制度，為避免代理成本，思考層次仍過度偏重於經營階層保護，然實際上效用甚低，徵求人與委託人間之注意義務，雖與機構投資人受託義務的本質有別，若以加強委任關係觀點出發，或可避免產生嚴重的代理成本問題。

因此，以我國公開發行公司股權架構及運作情況，相較於獨立董事制度，本文認為與其容任現行委託書徵求運作，所產生水平持股個案監督問題[38]，透過加強機構投資人投票政策與投票情形揭露，並就委託書徵求股務代理機關為相同密度規範，也就是資訊透明公開方式，或有助於達成有效公司治理，並可鼓勵相關投票顧問機構有效發展，形成更有效率的外部監督機制。

（作者為臺灣高等法院法官）

註釋

24 林惠芬、陳嬿如、吳清在，委託書之代理問題及制衡機制：對控制權偏離暨少數股東侵占行為之實證研究，會計評論第 54 期，2012.1，頁 3、4。

25 公開發行公司出席股東會使用委託書規則第 8 條第 1 項第 1 至 3 款：徵求委託書之書面及廣告，應載明下列事項：
一、對於當次股東會各項議案，逐項為贊成與否之明確表示；與決議案有自身利害關係時並應加以說明。
二、對於當次股東會各項議案持有相反意見時，應對該公司有關資料記載內容，提出反對之理由。
三、關於董事或監察人選任議案之記載事項：
（一）說明徵求委託書之目的。
（二）擬支持之被選舉人名稱、股東戶號、持有該公司股份之種類與數量、目前擔任職位、學歷、最近三年內之主要經歷、董事被選舉人經營理念、與公司之業務往來內容。如係法人，應比照填列負責人之資料及所擬指派代表人之簡歷。
（三）徵求人應列明與擬支持之被選舉人之間有無本法施行細則第二條所定利用他人名義持有股票之情形。
（四）第五條徵求人及第六條第一項之委任股東，其自有持股是否支持徵求委託書書面及廣告內容記載之被選舉人。

26 民法第 535 條：受任人處理委任事務，應依委任人之指示，並與處理自己事務為同一之注意，其受有報酬者，應以善良管理人之注意為之。

27 前揭註 24，頁 4。

28 公司法第 156 條之 1。

29 公司法第 156 條之 2。

30 公司法第 159 條。

31 公司法第 175 條之 1 第 1 項：「股東得以書面契約約定共同行使股東表決權之方式，亦得成立股東表決權信託，由受託人依書面信託契約之約定行使其股東表決權。」

32 參照公司法第 175 之 1 條立法說明。

33 96 年度台上字第 134 號判決。

34 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 183。

35 前揭註 4，頁 415。

36 前揭註 24，頁 9,10。

37 前揭註 4，頁 417。

38 詳細討論見前揭註 4，頁 427。

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，請加注說明。