

投票顧問機構之我國法制研究：理論、實證及 管制策略

- 蔡昌憲/國立清華大學科技法律研究所教授兼所長
- 吳孟璇/勤業眾信風險詢服務顧問

完整全文收錄於證券市場發展季刊第 143 期(2024 年 9 月出版)

外資機構法人於我國資本市場所占持股比例逐漸攀升，此意味著對於我國公開發行公司（下稱「公發公司」）之投資規模愈見增加；從而，在行使股東會議案表決權的意向上，其等的重要性亦隨之上升。在外資多使用國際投票顧問機構之服務的情況下，國際投票顧問機構的影響力也隨之影響我國資本市場，尤其是全球兩大投票顧問機構—Institutional Shareholder Services（下稱「ISS」）以及 Glass Lewis & Co. LLC（下稱「Glass Lewis」）。此二大全球投票顧問機構近年除每年發布我國投票指南外，也對我國許多公發公司的股東會議案作出投票建議；例如 ISS 及 Glass Lewis 近期便出現於備受矚目之台新金控與新光金控的併購案相關場合，台新金控及新光金控於 2024 年 10 月分別召開臨時股東會，ISS 及 Glass Lewis 在有關會議前有出具投票建議報告，牽動著外資的投票意向。

惟我國對投票顧問機構的監理似尚未有較具體之進展，故有待進一步研究。本文先自國外實務運作之層面探究投票顧問機構運作上可能造成的疑慮，包含：利益衝突；採納一體適用的評估方式，未考慮發行公司之間個別的差異性及特殊性；可能提供有誤之投票建議與資訊，及出具投票建議之程序不透明。接著，本文透過比較法視角說明美國及國際自律組織「最佳實踐守則組織」（The Best Practice Principles Group，下稱「BPPG」）對投票顧問機構之規範趨勢皆在

處理上述議題；並且可以發現美國對投票顧問機構的管制，不再侷限於法律規範之傳統管制手段，也開始重視私部門 BPPG 所發揮的治理效用，亦即透過投票顧問產業所形成之最佳實踐守則(Best Practice Principles for Shareholder Voting Research Providers，下稱「BPP」)的自律規範以及聲譽機制等誘因，使得 BPP 自願性規範具有事實上拘束力。顯見投票顧問產業的自律機制得以補充美國傳統法規範監管等不足之處，從而美國隨之進行修法調整，選擇靈活彈性的管制模式。

再回到國際投票顧問機構 ISS 及 Glass Lewis 於我國的運作現況。首先，綜觀我國政府政策的規範面，諸如：新版公司治理藍圖(2018 年)、公司治理 3.0-永續發展藍圖、以及上市櫃公司永續發展行動方案(2023 年)。再看到金管會的證券周邊單位，如集保所、證交所與證基會等在前述規範之政策執行上，主要在於建構市場機制以改善公司治理的制度環境，並促進外部市場監督者的加入。我國政府似原則上避免直接干預來實際介入改善公司治理，反而是創造利於監督公司治理的責任投資生態系。此外，本文進行實證研究剖析我國公私部門分別與兩大國際投票顧問機構的互動情形。從實證結果可以發現，在政府建構責任投資生態系環境的同時，集保所、證交所與證基會等行為得以說明他們視 ISS 及 Glass Lewis 提出之建議具一定的參考價值及權威性。舉例言之，集保所邀請 ISS 及 Glass Lewis 演講股東會投票政策之分析，於公司投資人關係整合平台放置 ISS 及 Glass Lewis 之投票政策及其摘要，與 ISS 及 Glass Lewis 建立策略夥伴關係，以及取得 Glass Lewis 之投票建議並無償複本給我國公發公司。又或者如證交所提供 ISS 及 Glass Lewis 遵循其他國家盡職治理守則之聲明，以供我國機構投資人參考；且如證基會建議我國機構投資

人得參考 ISS 及 Glass Lewis 的投票政策，抑或是使用其等之服務來改善盡職治理的履行。以上可以發現到我國公部門認為 ISS 及 Glass Lewis 對改善公司治理具高度價值。再者，本文發現 ISS 及 Glass Lewis 對我國公發公司確實造成直接影響。詳言之，基於投票顧問機構每年會更新其投票指南以符合現行公司治理趨勢，我國公司為了能獲得外資的支持，使議案順利在股東會上通過，便有誘因去遵守 ISS 及 Glass Lewis 的投票指南；且集保所會每年更新這兩間投票顧問機構的投票指南及指南摘要，並且無償提供 Glass Lewis 的投票建議，使得我國公發公司能更了解 ISS 及 Glass Lewis 所訂定的治理規範。雖然股東會決議結果並非總是與 ISS 及 Glass Lewis 作出的投票建議一致，且國外機構法人亦非盲從於其等之投票建議；然而，我國公發公司確實會重視他們每年所發行的投票指南及投票建議。

從規範設計的觀點來看，改善公司治理及促進投資人保護之公部門在管制手段上應具有高度彈性，以便因應全球快速變動的公司治理趨勢，始得以更快速且較不繁複的方式加以執行政策。從金管會及前述證券周邊單位與投票顧問機構的互動觀之，可以發現公部門採用公私部門合作治理之管制策略，以相互合作及調和之方式進行治理功能的互補；因應不同情形的改變，彈性調整管制互動來適應全球資本市場之公司治理體系。於我國投票顧問市場形成之初，我國目前僅有兩大國際投票顧問機構；而證基會規劃將來欲設立中立性質的投票顧問機構，未來亦可能有機會出現其他本土投票顧問機構。雖尚未見投票顧問機構於我國因運作狀況而招致重大批評，惟欲促進投票顧問機構往後於我國資本市場之良善發展，證交所已將服務提供者盡職治理規範納入機構投資人盡職治理守則之中，此種自律規範模式值得肯定。當未來管制密度有提高的必要性時，在盡職治理守則之規範要求上應

提供更加具體詳細的遵循方式。鑑此，我國主管機關得參考 BPPG 訂定 BPP 附錄之方式，對原則性規定透過更加具體且明確的遵循方式予以說明；並將管制重點著重在服務品質相關的資訊揭露、利益衝突的防免與管理、以及議合機制。除此之外，投保中心向來以落實投資人保護及提升股東行動主義為管制目標，對於行使股東行動主義之業務範圍涵蓋廣泛，並以少數股東身分積極落實公司治理以維護投資人權益；舉例而言，其會個案評估且函請公司說明，並追蹤處理情形及針對重大經營權爭議、個案情節顯著違法或不當等議題發布新聞稿，促使股東注意，以保護股東權益並形成公司治理的外部監督。有鑑於此，隨著投票顧問機構對股東會決議的影響力漸增，但投票顧問機構出具投票建議僅係對於機構投資人客戶負受託義務，而非對公發公司負責。從比較法的角度觀之，美國證管會及 BPPG 未對 ISS 及 Glass Lewis 意見相左的情形介入調查，美國證管會及 BPPG 皆著重於事前預防，諸如要求投票顧問機構：強化研究品質、與公開發行公司議合、於發布投票建議前先行給公發公司審查。若投票顧問機構的投票建議有紕漏或造成誤解，或是新聞媒體對於投票顧問機構發布之相關說法有誤，本文建議投保中心得以股東身份與公司派及市場派進行溝通，並藉助新聞媒體報導或自行發布新聞稿，應能發揮導正視聽之效果。抑或是由證基會設立之投票顧問機構出具客觀獨立的投票建議，亦可有導正視聽的功能。

總而言之，從我國政府就投票顧問機構的相關政策觀之，主要是在創造以市場機制改善公司治理的制度環境，促進外部監督者的加入；政府似無欲實質擔任改善公司治理的直接角色，而僅是建構責任投資生態系，利用私部門參與者的力量，來發揮外部監督的效果。再者，金管會欲藉由投票顧問機構的影響力，在責任投資生態系同樣扮演監

督者的角色。本文認為，投票顧問機構的影響力尚得發揮在使我國機構投資人及散戶投資人更有效地監督我國公發公司，使責任投資生態系的運作更加活絡，以提升我國公司治理。自管制之理論面以觀，當前公部門所使用之多元軟性管制工具比起傳統的強行管制，可能具有更大的執行效力及管制結果，此體現了謙抑性管制的思維；亦即，公部門依管制謙抑性的管制途徑與國際投票顧問機構進行溝通與合作，比起逕實施強制或禁止規定，或許是達成政策目標更有效的方法。