

理律文教基金會
超國界法學議題研究案 (2020/6/1-2020/7/31)
鄭仰博*
寫作進度：全

論我國股權研究代理機構之監理方向—以美國法與英國法為比較對象

摘要

在機構投資人的興起下，股權研究代理機構(下簡稱「股代機構」)在公司治理扮演相當重大的角色，主要功能是提供給投資人投票之建議，因為若基金公司有上百個投資標的，不可能每間都盡其調查義務，為滿足對於客戶之受任人義務，常請股代機構提供投票建議。在我國上市櫃公司，因為有外資持股，亦常受股代機構影響經營權爭奪。本文認為應針對股代機構做出監管，應將其視為證券服務業監管，以機構監管之方式為之，並要求機構就提供建議之行為準則、方法均加以公布，並須揭露直接或是間接之利害關係，另針對股代機構之投票意見發布前，需要由公司提供意見之審查或是回饋，以使投資者在充足之資訊下做出正確之判斷。

關鍵字：股權研究代理機構、機構投資人、公司治理

* 臺大法研所商法組研究生，R07A21111@ntu.edu.tw.

A Study on Regulation of Proxy Advisers-Focusing on the U.S. and U.K Laws

Yang-Bo Cheng*

Abstract

As institutional investors emerge, proxy advisers have played an important role in corporate governance. Their main function is to advise investors on how to vote their shares; after all, institutional investors, such as fund companies, may invest in hundreds of targets and it is impossible for them to investigate each of these targets. As a result, institutional investors often purchase the advice services offered by proxy advisers to perform their fiduciary duty to their clients. In Taiwan, shares of listed and over-the-counter companies are often held by foreign investors, and proxy advisers often can affect the corporate fights of these companies. This article advocates that proxy advisers should be regulated by an institution-based approach. Proxy advisers shall disclose their codes of conduct and other reports. They should also disclose their conflict of interests, be it direct or indirect. Moreover, before their advice is made public, the company shall have a right to review it, so that investors can vote their shares based on sufficient information.

Keyword: proxy advisers; institutional investors; corporate governance

*Graduate Student of National Taiwan University ; R07A21111@ntu.edu.tw.

壹、前言

2015 年日月光併購矽品案轟動一時，矽品為避免被併購，欲與鴻海組成策略聯盟，相對稀釋日月光的股權，但是最後在股東會並未通過，其中扮演重要角色，對於外資動向有很大影響的就是「股權研究代理機構」-ISS，其於矽品股東會前反對與鴻海組成策略聯盟，影響了矽品併購防禦措施¹。股權研究代理機構有「投資界米其林之稱」²，可以針對公司股東會決定提出投票建議，影響廣大投資人之決定，同時也影響公司經營權之更迭，因此是否應該要加以監管就顯得十分重要。

在歐美等國，因為多由機構投資人(諸如基金公司等等)持股，若是投資標的分散，就多會仰賴股代機構之建議投票，蓋其無時間調查每一間公司，因此美國等國均以就股代機構新增相關監管措施，諸如透明性、利益衝突之防免等等。在我國，雖然持股現象不若美國，但是股權研究代理機構對於我國上市櫃公司關於經營權爭奪影響甚鉅，但就其監管目前並無針對此有任何相關的措施，只有在機構投資人盡職守則有提到機構投資人可以讓股代機構協助，以盡其受任人義務，只是不能據以免除，並非直接針對股代機構之監管，因此股代機構的監管在我國可能就會形成公司治理法制之缺漏，針對是否應該加以監管？若是監管應採取什麼方式加以監管？比較法上應如何監管？本文將以此為基礎，論述股權研究代理機構之監理方向。

本文將首先討論股權研究代理機構之興起與公司治理，包括股權代理機構的定義、規模與使用程度、興起背景與功能，並會提出一些我國實務上相關案例；再者會介紹英國法與美國法針對股權研究代理機構之治理規範框架，從股代機構發達的國家，觀察如果對於此種機構進行監管以及其監管之內容，最後是提出我國股權研究代理機構之監理方向，包括是否應以機構監管之方式為之，是否要採取核准設立、監管之內容為何，關於利益衝突的條款設置等等問題，均會加以討論。

貳、股權研究代理機構之興起與公司治理

一、股權代理機構的定義、規模與使用程度

股權研究代理機構(proxy advisers)(下稱股代機構)，一般是指提供機構投資人(特別是分散投資者)一些指引(guidance)與投票建議使其能盡其管理投資組合之義務³，或是描述股代機構為一第三方(third-party)，提供分析建議給機構投資

¹ 洪友芳，兩大外資股東 齊反鴻矽戀，自由時報，2015 年 10 月 5 日。
<https://ec.ltn.com.tw/article/paper/921098>，最後瀏覽日：2020 年 4 月 25 日。

² 陳瑩欣，投資界米其林指南 ISS 喊水會結凍，蘋果日報，2018 年 5 月 25 日，
<https://today.line.me/tw/article/%E6%8A%95%E8%B3%87%E7%95%8C%E7%B1%B3%E5%85%B6%E6%9E%97%E6%8C%87%E5%8D%97+ISS%E5%96%8A%E6%B0%B4%E6%9C%83%E7%B5%90%E5%87%8D-x50VW8>，最後瀏覽日：2020 年 4 月 25 日。

³ Ike Brannon & Jared Whitley, *Corporate Governance Oversight and Proxy Advisory Firms*, 41

人如何行使手中表決權⁴。除此之外，股代機構還會協助客戶處理投票程序(像是電子作業)，甚至是代表客戶行使投票權⁵而比較法部分，英國認為股代機構是「基於專業性與商業性，針對投資人對於公司之投票決定，提供相關的資料搜尋或是投票意見之法人」，而美國法雖未直接定義，但是將其認定為徵求(“solicitation”)的一種，併具體化認為提供投票意見給股東者應為股代機構，且認定是須加以收費，因此需要遵循公開相關資訊之規範⁶。綜上所述，股代機構應是指提供投票建議與機構投資人，並加以收費者，廣義上甚至包括不只有投票建議，還有資訊蒐集、指引、程序事項、代理投票等等。而台灣目前並無官方或是任何學者針對股權研究代理機構為定義。

關於規模與使用程度的部分，在美國因為經營與所有分離之公司治理模式已久，機構投資人持有主要大型公司七成到八成以上之股權，且還有繼續增加之趨勢，對於投資數百家企業的機構投資人，對於每間公司行使投票權時，不可能鉅細靡遺地調查所有公司的內部狀況，例如應該支持哪位候選人等等問題，通常會藉由股權研究代理機構給的建議投票，因此對於公司之投票影響甚深，影響力也很大，另有學說指出，從案件的種類來看，如果涉及併購或是經營階層薪酬等重大決定，股代機構的影響反而不大，但是在其他不重要事由時，反而具有重大的影響性⁷。

在英國，股權研究代理機構之影響似不若美國，因為機構投資人已有組成商業團體(trade group)，會團結機構投資人的投票權，減輕對於股代機構之依賴，另外就是美國公司治理相關法規較具有爭議，因此可能法遵成本較高，再來則是英國機構投資人有較強的股東權限，因此較有誘因去行使股東權，最後則是在英國監管機構是鼓勵機構投資人行使投票權，但是美國監管機構對於此仍具有爭議，特別是政治壓力的情形較為嚴重⁸。

我國相對而言，因為是以中小企業為主，且為家族企業，因此除了大企業有較多外資持股外，較不會受到影響，但是在我國的大型企業，於這幾年已經受到很大的影響，這部分可以從以下包括彰銀案、永大電機案、日月光併矽品案以及最近發生的大聯大併文曄案看出：

首先是國內知名銀行之爭訟案件，於 2017 年時因為台新彰銀案高院判決對於台新金有利，因此這次的彰銀董監選舉便格外重要，而外資持股彰銀近 18%，如何投票將影響彰銀未來之董監席次，於這次投票 ISS 建議支持台新金 6 席（4

SECURITIES & EXCHANGE REGULATION. 18, 18 (2018).

⁴ Andrew F. Tuch, *Proxy Advisor Influence in a Comparative Light*, 99 B.U. L. REV. 1459, 1461 (2019).

⁵ OFFICE OF SEC, AMENDMENTS TO EXEMPTIONS FROM THE PROXY RULES FOR PROXY VOTING ADVICE (2019), 8-9.

⁶ 比較法部分，詳閱「參」。

⁷ George W. Dent Jr., *A Defense of Proxy Advisors*, 2014 MICH. ST. L. REV. 1287, 1293-294(2014).

⁸ See Tuch, *supra* note 4, at 1470-481.

席董事)，財政部 3 席（2 席董事），而 Glass & Lewis 則建議在資訊不充分下，外資這次最好不要投票表態，而財政部則認為 ISS 的報告將彰銀併購案與彰銀改選董監事混為一談，報告有失公允⁹，因此由此可見股權研究代理機構的建議對於外資的決定影響甚大，也是各方均要去拉攏的。

老牌電梯公司，永大電機案。在 2019 年的永大經營權爭奪時，日立欲公開收購永大電機，市場派(寶佳機構)並不贊成，而那時外資持股比約 50.5%(扣除日立、Otis 及 Schindler 後，實際可參與投票的外資法人持股比例約 15-17%)，而 ISS 提出建議支持泛市場派在股東會的全面改選董事案¹⁰，也因此最後由市場派取得對於永大電機之經營權¹¹。

國內知名半導體封測廠的併購案—日月光併購矽品案，矽品為了抵制日月光的公開收購，擬引進「白馬騎士」鴻海來投資公司，而矽品公司中持股高達 54.91% 的外資就扮演關鍵角色，而 ISS 最後認為矽品以過戶日使日月光無法參加表態、資訊揭露不足、未提供相關的風險評估等等，表態不支持矽品引進鴻海¹²，也間接導致矽品的敵意併購防禦策略的失敗。

股代機構甚至參與了金融機構公司治理，2009 年國泰金與華南金，因為獨立董事人數過少(前者獨董佔比僅 30.77%；後者，獨董佔比只有 21.05%)，以及部分獨董兼任太多一般董事，ISS 對超過半數的董事均投下反對票¹³。雖然關於金控公司亦無限制需要由多數獨董組成董事會，亦無規定獨立董事可以兼任多少家一般董事，頂多只要在上市上櫃公司治理守則規定，但是 ISS 仍投下反對票，認為應該要加強公司治理。從本案可以看出，即使是在沒有違反法律之情形，股代機構之影響力仍能影響公司獨董之人選與公司治理。

最後是欲於 2020 年 3 月 27 日召開股東會文曄案。為阻止大聯大併購文曄，文曄提早召開股東會並且技術性的排除剛剛以公開收購方式取得文曄三成股權的大聯大參與這次股東會，召開的目的和矽品案一樣，是為了引進「白馬騎士」祥碩，以換股之方式入股文曄，來稀釋大聯大在文曄的股權，因為引進成功，大聯大對於文曄之持股將降至 23%。針對文曄之私募與增資案，兩大股代機構罕見

⁹ 朱漢崙、呂清郎，彰銀改選外資報告分歧，工商時報，2017 年 6 月 13 日，<https://www.chinatimes.com/newspapers/20170613000095-260205?chdtv>，最後瀏覽日：2020 年 3 月 20 日。

¹⁰ 黃淑惠，永大經營權戰 ISS 提 4 理由力挺市場派，聯合晚報，2019 年 4 月 8 日，<https://udn.com/news/story/7252/3743213>，最後瀏覽日：2020 年 3 月 20 日。

¹¹ 翁至威，永大這局 從兄弟鬩牆演到獨董霹靂火，經濟日報，2019 年 6 月 6 日，<https://money.udn.com/money/story/5612/3856069>，最後瀏覽日：2020 年 3 月 20 日。

¹² 張志榮，ISS 五大理由 反對鴻矽戀，工商時報，2015 年 10 月 3 日，<https://www.chinatimes.com/newspapers/20151003000029-260202?chdtv><https://www.chinatimes.com/newspapers/20170613000095-260205?chdtv>，最後瀏覽日：2020 年 3 月 20 日。

¹³ 廖珮君，國泰金董事 ISS 封殺逾半 罕見點名 2 獨董兼職太多 華南近 8 成遭否定，蘋果日報，2019 年 9 月，<https://tw.appledaily.com/finance/daily/20190609/38359809/>，最後瀏覽日：2020 年 4 月 20 日。

提出不同意見，ISS 支持文晔公司的私募與增資，但是 Glass & Lewis 則認為，文晔原股東之股權將被大量稀釋，且折價高達 20%，因此反對此次增資案¹⁴。由上述案例可以發現，股權研究代理機構對於我國的大型公司，特別是外資持股重的公司的經營決策、經營權更迭，影響甚大。

目前我國未對於股權研究代理機構有任何監管措施，只有於機構投資人盡職守則第 1 張第 4 條：「機構投資人得委託其他專業服務機構（例如股權研究代理機構或保管銀行）代為進行部分盡職治理活動（例如提供投票建議或代理投票），但不因此而解除機構投資人本身對客戶或受益人既有之責任」，因此若機構投資人運用股權研究代理機構之建議，應該可以做為履行對於投資人受任人義務的一環，但是是否已盡受任人義務，則需要再個案判斷。而關於「機構」本身之監管未有任何規範，因此在使用規模龐大下，應該要加以討論。另外股權研究代理機構會針對各國提出一個預覽，就是對於各國公司之表決權提供建議之方向，例如 2019 年 Glass Lewis 就提出關於亞洲的公司治理報告¹⁵，認為應該要加強董事會之性別差異化、針對我國的部分提出公司法修正以及應該要強化細節的資訊揭露，以作為日後建議之基礎，另外也有針對全球性的部分提出即時更新，例如因應新冠肺炎，Glass Lewis 於 2020 年 3 月發布支持公司召開線上股東會的指引，如果公司提出線上開會，Glass Lewis 提出的建議，原則上將不會反對公司的決定。¹⁶

二、股權研究代理機構興起的背景

股權研究代理機構的興起，是伴隨著諸多因素而起。從前，股東若對於公司的經營績效不滿或是對於公司決策有不同意見時，通常就會賣出股票，投資他家公司，即所謂的華爾街規則(Wall Street Rule)，蓋股東若持有股數甚少，花費大量成本調查某個公司決策的投票方向，即使嗣後賺錢，亦是會有所謂搭便車的行為，其他股東也會因為公司賺錢而使股票上漲而賺錢，因此有集體行動困境的問題(class action problem)¹⁷。近年來機構投資人的興起，包括所謂的共同基金(mutual fund)、避險基金(hedge fund)等等，持有多數公司之大量股份，對於公司治理的影響日深，例如於全球頗負盛名的黑石(Black Rock Inc)，每年需要表決超過 15000 個股東會，全球超過 90 個國家，且只僱用了 20 個公司治理的專業人才¹⁸，而機構投資人為了分散風險，採取分散投資之策略，往往一次分散投資在數百家企業，且因為一家一家實地查核的成本過高，因此並不會認真查核所有公司

¹⁴ 李孟珊，文晔案 美研究機構有異見，經濟日報，2020 年 3 月 20 日，<https://udn.com/news/story/7240/4428955>，最後瀏覽日：2020 年 3 月 26 日。

¹⁵ 2019 Proxy Season Previews Now Available, <https://www.glasslewis.com/2019-proxy-season-previews-now-available> (last visited Mar. 20, 2020).

¹⁶ Immediate Glass Lewis Guidelines Update on Virtual-Only Meetings due to COVID-19, <https://www.glasslewis.com/immediate-glass-lewis-guidelines-update-on-virtual-only-meetings-due-to-covid-19-coronavirus/> (last visited Mar. 20, 2020).

¹⁷ Tuch, *supra* note 4, at 1467.

¹⁸ Re: Canadian Securities Administrators Consultation Paper 25-401: Potential Regulation of Proxy Advisory Firms, 2012, at 1. https://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw_csa_20120621_25-401_proxy-advisory-firms.htm (last visited Mar. 20, 2020)

對於某個議案或是選舉董事、監察人應如何行使表決權，通常都會支持現有的公司派，和上述股東之行為相同，也因此公司之經營權較不容易受到挑戰¹⁹，如果認為公司經營不善，則移轉投資標的到別的公司股票上，基本上仍是遵從上述的華爾街規則。

但是自從有股權研究代理機構出現後，情況便有所出入。機構投資人發現可以委託股權研究代理機構，提供關於所投資公司之表決權應該如何行使的建議(voting recommendation)，改變了傳統機構投資人行使表決權之方式，也使得公司現任的經營團隊可能受到更大的挑戰，因為機構投資人可以藉由股權研究代理機構之建議判斷是否應該要支持現任經營團隊或是支持市場派的挑戰者，因此對於股權研究代理機構之監管，倡議者多是現任公司經營階層。有此機構，也可以使機構投資人得以利用此機構而盡其受任人義務，因為依美國 1940 年投資公司法(investment company law)規定，機構投資人對於投資人必須要負有一定之受任人義務，同樣的我國證投信法亦有規範對於機構投資人相關之受任人義務，而美國證管會(SEC)認為股代機構在規則 206(4)-6 是具有獨立性的，而提供投票建議給機構投資人，則可以保護機構投資人不至於違反受任人義務，但是證管會又於 2014 年明確指出，不可以單單依照股代機構投票，就免除機構投資人對於投資者之受任人義務²⁰，因此機構投資人可以利用投票建議作為履行受任人義務之依據，但是仍不能只憑建議就投票。

另外，因為股東行動主義(shareholder activism)的興起，更加劇了股權研究代理機構之運用。在股東行動主義下，股東不再只是被動支持公司或是賣出持股，反而是積極參與公司治理，或是取得公司經營權，特別是 2010 年美國通過的多德芙蘭克法案(Dodd-Frank Act)，在每三年公司可以舉辦無拘束力的股東投票，針對經營階層的薪酬，稱為 Say-on-pay 制度，讓股東有權利可以針對經營階層的薪酬，具有決定權限；另外此法案也放寬了代理投票的制度，使股東更可以行使投票權²¹，因此更加深個別股東對於公司投票時之影響力，特別是對於經營階層而言更是芒刺在背。

關於我國的部分，因為和美國等西方國家時空背景不同，目前主要仍是以散戶為主，機構投資人之佔比較低，基金投資較不盛行，因此相較於美國較沒有這個問題，但是對於外資或是機構投資人持有一定股數的公司而言，有一定之影響力。我國主要是公司派或是市場派，向股權研究代理機構提出委託，做出投票之建議，給外資參考，例如前述之日月光併購矽品案，就是雙方均有接觸 ISS，試圖影響關鍵的外資投票，因此可以看出股權研究機構於我國，特別是公發公司有一定的影響力，因此雖然在我國，股權研究代理機構並無興起外國立法上的背景，

¹⁹ Dent Jr., *supra* note 7, at 1289.

²⁰ Tuch, *supra* note 4, at 1469.

²¹ Michael Cappucci, *The Proxy War Against Proxy Advisors*, N.Y.U. J. L. & BUS., FORTHCOMING. 1, 6(2019).

但是因為跨國企業與跨國資本的流動，造成對於我國的公司治理，仍具有不小的影響力。

三、股權研究代理機構之功能與相關問題

(一)股權研究代理機構的功能與優點

股權研究代理機構受理投資人之委託，提出對於某公司之投票意向(是否贊成或是反對某一議案)，對於投資人而言，尤其是機構投資人，可以繳交少量的費用，了解如何行使投票權，最大化它們的投資組合價值²²，事實上，股東會的出席率偏低，主要是因為成本過高、研究的資料有限，因此如果交由股代機構，就可以更經濟、有效率的行使投票權，包括蒐集大量資料以及將這些資料加以分析，均可以省取很多的時間，也獲得更正確、專業的判斷²³，同時也可以避免上述的集體行動困境，間接增進公司治理，例如可以使公司負責人更加努力避免被股代機構建議否決其繼續擔任經營階層；另外可以讓機構投資人藉此履行對於投資人之受任人義務，也可以影響公司之決策，例如限制公司投資高污染的產業，履行企業社會責任。

(二)股權研究代理機構可能的相關問題

股權研究代理機構之所以需要加以規範，在於此機構本身具有許多問題，包括此機構對於公司治理之影響力太大、機構做出投票建議之正確性、機構做出投票建議之基礎或是所仰賴的參考資料為何，也就是所謂透明度的問題、機構若不只從事此業務，亦兼做相關業務，則應有相關利益衝突的問題、最後是提及機構本身對於投票建議的後果不用附任何責任，也就是無經濟誘因所衍伸之相關問題。以上幾點均需要加以討論與敘述。

首先便是影響力太大。如上所述，因為公司治理將受股權研究代理機構的決定而受到影響，特別是，股代機構基本是立基於第三者的角色，對於公司治理結果並不需要課責，因此針對其提供投票意見之監管，就變得更加重要。另外，可以從公司經營階層竭力要求立法行政部分加強監管股代機構便知，此機構對於公司治理影響之深。再者是有關股代機構做出投票建議的正確性問題，因為股代機構的資訊有限，因此在資訊不足的決策，就有可能影響到正確性，例如可能以季節性離職的員工意見作為作成投票系爭公司建議的重要參考依據，另有提及，關於股東會時程的問題，根據德拉瓦州公司法之規定，股東會之召集需要於 10-60 天內公告，且股東會多於春季舉行，因此股代機構便只有短短幾天來評定一間公司一整年的好壞或是決定應該要如何給予投票建議，因此在時間的侷限性下，倉促決定就可能會有錯誤，也影響提出建議的品質²⁴。另外在 COEC 於 2010 年的

²² Dent Jr., *supra* note 7, at 1298.

²³ Ascensión Gallego Córcoles, *Proxy Advisors in the Voting Process: Some Considerations for Future Regulation in Europe*, 13 EUR. COMPANY & FIN. L. REV. 106, 139 (2016).

²⁴ Cappucci, *supra* note 21, at 19.

研究報告也指出有 53% 的錯誤，針對被調查公司的年終薪酬報表，內容包括計算錯誤、引用失效的報告等等問題²⁵。

而關於透明度問題，股代機構受到質疑的還有做投票建議的決策方法、評比的基準等，是未公開的，因此有論者就認為，因為不透明決策，難免讓人質疑評論過程是否公正，也會認為是否有履行投資契約法下規則 206(4)(7) 的義務²⁶。另外則是有關於透明度的問題，有文獻指出 ISS 發出的指引，部分不具有明確性，有些是與投票建議連結才清楚，另外有些指引不公開，保持秘密，因此對於投票建議之作成，便不知道 ISS 的標準是什麼，決策過程的不透明是有問題的²⁷。

關於會造成利益衝突(conflict of interest)的問題，因為股代機構並非是具有公益性質的機構，而是一個營利機構，因此應有可能具有和客戶之利益衝突，但是卻無任何監管措施²⁸，像是性質類似的信用評等機構，就有相關之規範機制。文獻上指出有兩種可能的利益衝突問題²⁹，首先是，當股代機構提供對於某家公司的重要決議之投票建議時，同時也已經兼做顧問公司，則有兩個值得討論的衝突點，包括公司於事前就會傾向於雇用有兼做股權研究代理機構之公司或是其他的商業合作，期許這樣可以因此讓此機構於投票建議時可以支持公司派的見解，例如美國證管會提出的個案：INTECH 投資顧問遵守 ISS 的投票意見，是為了取得與 ISS 旗下的 union funds 的商業合作關係³⁰，因此具有利益衝突；從另一方面來看，股代機構為了要維持顧問公司之事業，在提供投票建議時，是否會適時偏向公司派的主張，以換取其未來顧問公司之事業。其次，是股代機構做出公司治理評鑑指數(corporate governance ratings)時，同時提供這些公司服務以提升自己公司之公司治理指數，而這個爭議只會出現在 ISS，因為只有它提供公司治理評鑑指數³¹。具體個案包括美國著名的 ISS 就是本身兼做顧問公司；另外 Glass Lewis 本身就是機構投資人之子公司，也有利益衝突之可能。因此就會建議應該要立法使股代機構可以揭露利益衝突或是潛在的利益衝突，則機構投資人才可以履行對於投資人的受任人義務以及監督股務代理機構之投票建議³²。

最後是關於無經濟誘因的部分。學說上認為，股權研究代理機構做成投票建議，並未因為做出正確與否之決定，而有任何的利益，例如企業併購中，股代機構如果因為作成反對併購建議，但是股價卻因此下跌時，無任何的損失或是義務，

²⁵ The Case for Greater Accountability and Oversight (Jan. 2011), [http://www.execcomp.org/ Docs/ c1107 a% 20Proxy%20Advisory%20White%20Paper%20_FULL%20COLOR_.pdf](http://www.execcomp.org/Docs/c1107a%20Proxy%20Advisory%20White%20Paper%20_FULL%20COLOR_.pdf).

²⁶ Cappucci, *supra* note 21, at 21.

²⁷ Bryce C Tingle, *The Agency Cost Case for Regulating Proxy Advisory Firms*, 49 U.B.C. L. REV. 725, 758 (2016).

²⁸ Ike & Whitley, *supra* note 3, at 19.

²⁹ See Córcoles, *supra* note 23, at 1383-384.

³⁰ OFFICE OF SEC, SEC Charges Investment Adviser for Proxy Voting Rule Violations (May 8, 2009), <http://www.sec.gov/news/press/2009/2009-105.htm>. (last visited Mar. 20, 2020)

³¹ Tamara C. Belinfanti, *The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control*, 14 STAN. J.L. BUS. & FIN. 384, 397 (2009).

³² OFFICE OF SEC, *supra* note 5, at 11.

因此在缺少經濟誘因下與管制下，股代機構所做出的建議是否真正合於公司股東之利益，便可以加以討論，此延伸出是否應課與股代機構對於被給建議的公司的受任人義務問題³³。因為如此，學說上就認為應該要建立起股代機構的誘因付費機制，來使得此缺點得以改善³⁴。

參、比較法上之股權研究代理機構之監管

鑒於美國身為資本主義大國，經營與所有分離的經營模式已久，而機構投資人占上市公司的股權比例甚大，股東行動主義盛行，造就了股代機構發展特別快速，也衍伸出相關的監管問題，另外文獻中亦提及英國雖然不像美國受股代機構影響如此之大，但是英國公司治理方面仍有受到影響，而其亦有獨立的成文法規，因此本文將以美國法以及英國法作為比較對象。

一、英國法對於股權研究代理機構之監管

在英國，雖然股代機構對於公司治理之影響較小，但是因為曾經是歐盟會員會，仍因應歐盟於 2017 年修正的股東權益指引(The new Shareholder Rights Directive)之變革而加以訂定屬於英國的股代機構的監管法源。歐盟股東權益指引，於 2007 年時制定，主要致力於提升註冊於歐盟會員會之公司特定的股東權益(特別是投票權)，而設有規範之需求。近年來伴隨歐洲產業的成長，股代機構在歐洲公司的重要性日漸增加，現行有效規範已不足以解決投資者與公司間的股代機構的監管，因此為了提升股東與公司之間「中介者」(intermediaries)的監管，才修正此指引，以提升股東與公司之間的透明性³⁵，諸如資產管理業者、股權研究代理機構、機構投資人等等具中介者性質之組織，均受到新的監管管制，內容方面則包括需要公開特定資訊、或是他們如何行使其所投資公司之投票權均需要加以公開³⁶。

英國的專職監管股代機構的法規為「股權研究代理機構監管規則」(The Proxy Advisors Shareholders' Rights) Regulations 2019)(下稱股代規則，於 2019 年 6 月 10 日生效，監管機構為英國金融行為監管局(FCA)，對於股權研究代理機構之定義，是以歐盟於 2017 年修正的股東權利指引第二章之規範為依據³⁷，而依歐盟之定義為「基於專業性與商業性，針對投資人對於公司之投票決定，提供相關的資料搜尋或是投票意見之法人」³⁸，而被提供建議的公司，需已向英國主管機關

³³ Asaf Eckstein & Sharon Hannes, *A Long/Short Incentive Campaign Scheme for Proxy Advisory Firms*, 53 (5) WAKE FOREST L. REV., 787, 790(2018).

³⁴ *Id.* at 817-24.

³⁵ Gaia Balp, *Regulating Proxy Advisors through Transparency: Pros and Cons of the EU Approach*, 14 ECFR, 1, 12-13(2017).

³⁶ See DIRECTIVE (EU) 2017/828 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement, Whereas: (1)-(10).

³⁷ DIRECTIVE (EU) 2017/828 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 17 May 2017. The Proxy Advisors (Shareholders' Rights) Regulations 2019, 2(1)(a)。

³⁸ 原文:(g) "proxy advisor" means a legal person that analyses, on a professional and commercial basis,

註冊或是於其他歐盟經濟區，方受此規範。

此股代規則分為六章，第一章是針對定義作規定，第二章是針對股代機構透明度之需求，此包括有對於股代機構透明性、需要公開相關資訊、需要辨別利害關係、股代機構有義務蒐集與更新相關資料等等，第三章是金融行為監管局對於監管上之規定，第四章是如何適用金融服務既市場法(Financial Services and Markets Act 2000)於第三章之法規監管、第五章是如何應用於金融服務既市場法關於機密資訊公開之規定，最後一章是關於股代機構之公開註冊。本文重點將放於第二章對於股代機構監管之規則，是否有針對股代機構對於公司治理之缺點加以調整。

關於第二章，對於股權研究代理機構的透明性需求³⁹。首先，機構必須揭露作成建議前的行為準則(Code of conduct)、揭露做成行為準則之報告(report)以及當股代機構選擇排除行為準則是需要揭露選擇排除之理由⁴⁰，另外當股代機構因為行為準則，不提供股代服務時，亦需要解釋理由，表明為何不提供服務⁴¹。上述所有的資訊，均需要免費提供，不可以收取額外費用，且應公開於其網路上，並須要遲至2019年6月21日公開⁴²。最後是針對上述資訊之更新，區間不得超過12個月⁴³。次者是為確保資訊正確性與建議之可靠性，應該要揭露下述之資訊：包括演算方法、模型等重要因素、提供服務時參考的重要資訊、提供服務時確保提供投票建議之品質的相關必要程序、對於每個市場的投票政策之重要因素、如果股代機構有何被調查公司的成員對話，均需要將內容公開、最後是股代機構針對避免利益衝突時的防止措施⁴⁴。以上資訊依法均需要加以公開，公開時間不超過2019年6月10號的第一個會計年度，且至少3年內要免費提供於網站上⁴⁵。再者是關於利害關係之規定，股代機構必須要採取適當措施，確保其可以辨識出現時的利害關係或是潛在的利害關係，在做成投票建議時，且不能夠遲延⁴⁶。當股代知悉有利害關係時，需要立刻通知其客戶所涉及的利害關係的內容，並且需要給客戶說明其已經減輕或是管理上述利益衝突的問題⁴⁷。本章最後是關於資績即時更新的義務，再次重申所有上述資訊均需要即時更新⁴⁸，以合於監管之本旨。

the corporate disclosure and, where relevant, other information of listed companies with a view to informing investors' voting decisions by providing research, advice or voting recommendations that relate to the exercise of voting rights;

³⁹ The Proxy Advisors (Shareholders' Rights) Regulations 2019 ,PART 2 Transparency requirements in relation to proxy advisors.

⁴⁰ The Proxy Advisors (Shareholders' Rights) Regulations 2019, §3(1)(a)-(c)。

⁴¹ *Id.* §3(2).

⁴² *Id.* §3(3).

⁴³ *Id.* §3(4).

⁴⁴ *Id.* §4(1)(a)-(g).

⁴⁵ *Id.* §4(3).

⁴⁶ *Id.* §5(1)(a)(b).

⁴⁷ *Id.* §5(2)(a)(b).

⁴⁸ *Id.* §6.

再來第三章是關於金融行為監理局之監管，當股代機構發現其不能履行上述之規範時需要向監理局報告，且股代機構需要建立管道使任何人可以針對其未公開相關資訊檢舉，另外是當監理局發現股代機構未遵守上述規範，就需要及時加以公布，另外還有相關罰則、處罰程序、警告措施等等⁴⁹，第四章與第五章均是關於金融服務既市場法之適用規範，最後是第六章，關於公開註冊的規定，所有股代機構均需要向金融行為監管局公開註冊，且需要說明從事的相關業務，以利監管⁵⁰。

綜上所述，關於英國對於股代機構之監管法規，主要是以透明性為規範之主體，包括揭露相關必要資訊，向客戶揭露利害關係、並需要即時更新等等，以彌補上述關於股代機構帶來的公司治理缺點，且亦規定一定的公開方式與程序，還有規範期日，以利遵守。

二、美國法對於股權研究代理機構之監管

美國對於代理投票(proxy voting)之爭議已久，從賦予機構投資人對於其客戶之受任人義務開始，逐步加強監管之力道，以建構對於機構投資人代理投票之監管架構⁵¹。此後，尚未解決的便是若機構投資人使用股代機構時，是否可以免除或是減輕對於客戶之受任人義務，證管會原認為使用中立第三方的機構時，應可以免除受任人義務，但是遭到外界批評⁵²，因此於 2014 年證管會認為若機構投資人使用股代機構，需要針對其作成之建議做實地查核，分析是否有能力處理此事，另外亦要求是有利害衝突之揭露等等⁵³，於 2019 年 8 月時，要求機構投資人注意股代機構之建議是否有實際或是潛在性的錯誤，但是這都僅止於對於機構投資人之監管，並無直接對於股代機構的相關監管，同樣於 2019 年 8 月，證管會才正式發布修正指引⁵⁴，將代理建議納入證交法上徵求(“solicitation”)，因為在現行法下，代理建議(proxy advice) 雖是涵蓋於徵求的定義內，但是被豁免大部分的規定，例如提供資訊等等。而最新針對股權研究代理機構監管之修正方案是於 2019 年 11 月提出的。

美國最新提出的修正方案(Amendments to Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice)，首先是修正證交法第 14 條與規則第 14 條關於「徵求」(“solicitation”)之定義。為了防止不正資訊的揭露或是欺詐行為，除有例外豁免之情形，徵求行為均受證交法與相關法規之規範，因為法條無明文規定徵求之定義，

⁴⁹ *Id.* §7-19.

⁵⁰ *Id.* §31(1)-(5).

⁵¹ Cappucci, *supra* note 21, at 8.

⁵² *Id.* at 9.

⁵³ OFFICE OF SEC, Proxy Voting: Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers and Availability of Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Advisory Firms (June 30, 2014), (<https://www.sec.gov/interps/legal/cfslb20.htm>)

⁵⁴ OFFICE OF SEC, COMMISSION GUIDANCE REGARDING PROXY VOTING RESPONSIBILITIES OF INVESTMENT ADVISERS, 2019, <https://www.sec.gov/rules/interp/2019/ia-5325.pdf>.

因此有賴證管會的解釋，而證管會一般豁免兩者，包括一般人聯絡並無代理機構之幫助，另一個就是股代機構提供投票建議，但是上述兩種行為仍是徵求，如果豁免，就可以免除對證管會提供資訊，因此本次修正方案就是要讓股代機構提供建議之行為排除原本可以豁免之規定，使其可以受到應有之資訊揭露管制，而理由在於證管會認為，股代機構提供之建議，因為做出後通常都快要投票，因此會更加依賴建議，對於股東影響頗深，且還認為，即使是股東最後決定不支持股代機構之建議，仍需要就此行為監管。修正之具體規定是，決定增加規則 14a-1(l)(1)(iii) 關於徵求之具體規定，包括股代機構提供投票建議，這樣股代機構提供建議就需要受到系爭規則之拘束，也會使資訊之提供更加正確、品質也會加以提升，另外需加以補充的是，此規則排除自發性地個人提供投票建議之情形⁵⁵。

再來是關於規則 14a-2(b)之修正，包括對於豁免規定之修正、利益衝突之相關監管措施。若規定是徵求，就除須邀填寫必要資訊外，依 Schedule 14A 需要提供代理聲明(proxy statement)，包括提供重要資訊給股東、受益人、對於高階人員的薪酬揭露等等，而豁免之規定通常是規則 14a-2(b)(1)與(3)規範之，且股代機構先前也是藉由此規定豁免申報相關資料之義務，因此本次修正將規則 14a-2(b)(1)與(3)之豁免規範限於個人提供意見，所以股代機構將不再豁免系爭規範。關於利益衝突之部分，有鑑於利益衝突將會偏離對於投資人的利益，且會製造風險，因此有加以監管之必要，因此明定股代機構需要對於客戶揭露重要的關係與實質上的利益，也會明定需要揭露之內容，將會規範於規則 14a-1(l)(1)(iii)(A)，包括任何直接或是間接之利益、任何商業交易(公司與股代機構之間)、其他任何會影響股代機構做成投票決議的事項以及任何用以辨識是否有利害衝突的程序或是內部規則⁵⁶，另外規則 14a-2(b)(9)(i)，更要求機構需要將相關資訊公布於電子平台上，確保可以確實傳播⁵⁷。

另外是關於註冊者與徵求人員對於股代機構之投票建議的評論與回應，鑒於股代機構發布前，公司並沒有辦法及時針對股代提出的質疑提供回應與評論，或是做相對應的答辯與修正，且當發布後至投票前，公司往往無時間能夠加以回應。目前 ISS 提供標準普爾 500 家公司可以對於其提供之建議，再給予其客戶之前可以答辯，而 Glass Lewis 也是提供一個計畫，讓公司可以有參與的機會，但是對於上述之開放，證管會認為並不足確保投票建議之正確性與完整性，例如並未開放所有的公司可以審核，還有時間上可能仍是不足的，往往看到評論時已經公開投票建議了，因此修正了規則 14a-2(b)⁵⁸，賦予公司可以有時間可以針對投票建議提供回饋或是評論，不管是建議的內容或是方式有不同或是相同意見均可表達。

⁵⁵OFFICE OF SEC, *Supra* note 5, at 20.

⁵⁶*Id.* at 31.

⁵⁷*Id.* at 33.

⁵⁸*Id.* at 35.

關於期限的部分，規則 14a-2(b)(9)(ii)修正要求，當註冊者與徵求人員在股東會前 25-45 日提供代理聲明，股代機構就需要於 3 日內審酌並提供回饋，而如果是多於 45 日，就需 5 日內回覆，但是如果是 25 日內給，股代機構就無義務為之⁵⁹。另外是，當股代機構發布前需要給予註冊者最後通知，在不晚於給予其客戶後的 2 天內，上述期日之規範可以平衡兼顧雙方之利益與資訊之正確性問題。註冊者與徵求人除了上述要求以外，也可以選擇股代機構公布超連結或是其他相似的電子媒介，以提升資訊傳遞之效率，使客戶可以同時看到雙方的正反意見，以做出最正確之決定⁶⁰。

綜上所述，美國法之監管措施，是將股代機構提供投票建議，取消豁免徵求之規定，因此依法需要揭露許多重要資訊，只剩下豁免個人的投票建議；另關於利益衝突的部分，增加很多額外的資訊揭露，包括是否有商業交易往來等等，另外不同於英國法，特別重視公司方(註冊者與徵求人員)之答辯與更正問題，因為股代機構做的決定不一定是正確的，因此需要有相關的機制，使公司可以有答辯的機會，才可以平衡兼顧雙方，讓委託者可以做出最正確的決定，另外因為時間總是不夠(在股東會前或是在股代機構公開投票建議前)，因此特設有期限之規定，而且還可以要求要有電子平台，可以獲悉相關正反意見，使委託人能做出最正確之判斷。此外，著名代表美國公司經營階層立場的商業圓桌會議(協會)(Business Roundtable)是大力支持對於股代機構監管之法案，並認為可以矯正利益衝突以及在透明的狀況下，做出更正確的投票建議。若是利益衝突之狀況不被揭露，則機構投資人便難以盡其受任人義務，另外美國法上給予公司可以給予尚未公布的投票建議一些回饋，也可以矯正不透明之情形，因此贊成修法之內容與方向⁶¹。

表一：英國與美國之監管內容比較

	英國	美國
定義	基於專業性與商業性，針對投資人對於公司之投票決定，提供相關的資料搜尋或是投票意見之法人	將其納入徵求之規範，且增加具體形式，包括股代機構提供投票建議。
資訊揭露	就行為準則、相關方法、程序均須加以公布	須依徵求相關規定，揭露相關資訊。

⁵⁹ *Id.* at 45.

⁶⁰ *Id.* at 53.

⁶¹ Business Roundtable Public Comments to SEC on Procedural Requirements and Resubmission Thresholds under Exchange Act Rule 14a-8 (Feb 3, 2020) [https:// www. Businessroundtable. org/ business-roundtable-public-comments-to-sec-on-procedural-requirements-and-resubmission-thresholds -under-exchange-act-rule-14a-8](https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-public-comments-to-sec-on-procedural-requirements-and-resubmission-thresholds-under-exchange-act-rule-14a-8) (last visited Mar 22, 2020)

利益衝突	1、能辨識現有或是潛在之利益衝突。 2、股代知悉有利害關係時，需要立刻通知其客戶所涉及的利害關係的內容，並且需要給客戶說明其已經減輕或是管理上述利益衝突的問題	對於客戶揭露重要的關係與實質上的利益，包括任何直接或是間接之利益、任何商業交易(公司與股代機構之間)、其他任何會影響股代機構做成投票決議的事項以及任何用以辨識是否有利害衝突的程序或是內部規則
公司針對建議之回應	無規定。	須於提供給客戶前，給予公司審核與反駁。

三、比較法上關於修法之正反意見

對於修法的正面意見，可以和修法理由相合，例如我們上述提到對於股代機構提出意見的基礎，諸如方式、程序、相關資訊等等，以及是否有利害衝突，等等均不透明，因此修法後可以使這些資訊透明化，加強股代機構提供建議之正確性，比較不會錯誤的影響股東會之結果，另外像是美國法提供受建議之公司可以提出抗辯，或是評論，這樣可以使這些機構投資人不會只聽信股代機構之建議，更可以透過反駁之建議來做出正確之判斷，有助於對於股代機構之課責，消除股代機構常見的批評—因為身為第三方機構，因此所做成之建議不需要被加以課責，當然可能會有債務不履行問題，但是因為和公司無契約關係，因此也不是適格的求償對象，因此需要對於股代機構做一些公開透明之監管方式，來遏止這種缺失。

至於對於修法持反對意見者亦不在少數。首先，有學說以實證方式研究指出，認為美國股權研究代理機構具有影響力的只有 ISS 與 Glass Lewis，而當股東對於公司的議案越重視時，股代機構的影響力就越小，並指出只有 6-10% 的擺動性，也就是說其影響力並非如多數觀察的那麼有影響力⁶²，因此既然影響力小，就應該不用加以監管。其二，當課與股代機構公開相關資訊之義務，會相對增加股代機構之法遵成本，因此其成本轉嫁給客戶(例如機構投資人)，如果成本太高，機構投資人選擇自己做，只是因為成本關係，也只能回到華爾街規則，就無法促進股東行動主義、反而是讓公司的經營階層較不會受到市場派的挑戰⁶³。

另外，事實上機構投資人既委任股代機構決定，就是不想要花太多時間處理

⁶² Stephen J. Choi, Jill E. Fisch & Marcel Kahan, *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality*, 59 EMORY L.J. 869, 906(2010).

⁶³ Dent Jr, *supra* note 7, at 1311.

每間公司關於每場股東會之投票事宜，因此即使公開這些資訊，機構投資人也沒有這些誘因去參考或是修正，除非課與機構投資人更高的受任人義務；最後是如果要求公開所有資訊，包括股代機構提供建議之方式，是否會使得公開資訊的股代機構營業秘密將遭受侵害與模仿，模仿者將不用耗費原股代機構需要花費的成本，就可以取得相關的方法，就像是廚師不會公開自己的廚藝那樣⁶⁴；當然目前是有相關法規管制，但是訴訟時間需要耗時，且是否有侵害等等認定，均有不確定因素。

美國最大的股代機構 ISS 針對此次修法提出一些反對意見，首先是認為國會並沒有給予證管會定義代理投票或是代理建議是徵求的一種，且對於公司可以針對股代機構的投票意見事前評論，形同事前審查，是侵犯美國憲法之言論自由保障，且讓 ISS 失去居於中立第三方之地位，並認為正反所指出的意見不正確，不過是主管上的解釋或是評論，且給予時間審查將會減少委託人的審查時間，特別是需要給予公司反駁之時間⁶⁵。

綜上所述，關於股代機構的修法方向，正反雙方可以理解為公司派與股代機構的拉鋸，也有拉攏國會議員，促進修法或是阻止修法。正方不外乎是認為，股代機構公開資訊就可以使投票建議更加正確，也可以對於股代機構課責，但是反對方認為，股代機構做成之正確與否，事實上只是主觀上的評論，且如果方法的公開，則有商業機密受侵害的問題等等，甚至提出憲法上的言論自由等等。另外要補充的是，除了公開問題，股權研究代理機構可能亦可能違反之相關證券法規，例如證券交易法上的操縱市場行為，如果股代機構放出假消息，可能會有散布不實資訊影響股價之問題，或是證券詐欺等等問題，美國證管會在修法時就不斷強調，即使是在豁免之範圍(不需提供相關重大訊息)，仍有不實資訊之相關責任⁶⁶。

肆、我國股權研究代理機構之監管方向

一、應朝向「機構監管」之方式監管

關於我國股權研究代理機構之監管，本文認為應該要給予監管。雖然我國機構投資人的盛行程度與歐美等國相差甚遠，且也沒有貫徹「經營與所有分離原則」，但是如本文「貳、」所提到的，針對我國大型的上市上櫃公司，外資對於經營權爭奪的結果影響甚深，而外資決定通常都依賴於股代機構如 ISS 或是 Glass Lewis 的建議投票，因此股代機構的決定仍舊對於我國公司治理有重大影響，尤其是上市上櫃公司，故雖然上市櫃公司對於整體公司總數占比不大，仍需要加以管制。反對者或認為根據外國統計，股代機構只會影響 6-10%，縱使假設我國影響程度也是不到 10%，但是依公司法第 198 條累計投票制下之規範，10%已經足以影響

⁶⁴Id. at 1312.

⁶⁵ISS Comment Letter on Amendments to Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice, ISS (2020), <https://www.issgovernance.com/file/duediligence/31012020-ISS-Comments-Filing.pdf>.

⁶⁶OFFICE OF SEC, *supra* note 5, at 24.

一席董事，且對於經營權爭奪，10%仍是重要的關鍵少數，因此不能認為「影響不大」，另外有認為，股代機構會將成本轉嫁給客戶，因此就不會使用，但是事實上目前沒有研究顯示機構投資人會傾向於自己研究上百家的投資標的，取代股代機構之建議，因此本文認為股代機構應有相關之監管措施。

監管方式不一而足，有以行為監管方式為之，訂定相關應遵守的行為準則；也有以機構為中心的「機構監管」之方式。前者之監管方式，以美國法為例，就是將股代機構做出之行為納入證交法中，因此比較不重視是否為股代機構，就算不是專門從事這個業務，只要做出的行為屬於徵求之定義，就需要遵守相關規範；後者之機構監管則是以股代機構為中心，凡是要從事者，均需要牌照，監管方式有以註冊方式為之，或是需要有主管機關之准許的許可制，許可之要件可能還包括最低資本額之要求，以高度監管之金融機構為例，除高額之最低資本額要求以外，還有許多主管機關的規範以及對於公司治理較普通上市櫃公司更加嚴格之特別規範。監管之方式往往突顯出對於公益、社會之影響程度，以上述之金融機構銀行為例，掌握多數人的存款，若是銀行發生相關問題，會有擠兌問題，甚至是金融危機，因此政府對銀行機構是採高度監管之方式為之。在主管機關註冊或是核准者，方能加以經營相關業務，並需要遵守主管機關或是法律制定之監管規範。

本文認為應偏向以機構監管之方式為之。首先，美國法上是擴大證交法上關於徵求之規定，將股代機構之行為納入規範，並訂定相關之行政規則，若是行為從事建議投票之行為，卻未遵守證交法與相關規則，將會受到處罰，以行為監管之方式為主，但依我國證交法第 25 條之 1 所授權之公開發行公司出席股東會使用委託書規則第 3 條第 1 項，對於徵求之定義為「本規則所稱徵求，指以公告、廣告、牌示、廣播、電傳視訊、信函、電話、發表會、說明會、拜訪、詢問等方式取得委託書藉以出席股東會之行為」，實難想像「股權研究代理機構給予投資人投票建議」之行為，會與我國法所定義之「徵求」相合，我國對於徵求之想像，應該僅及於「徵求委託書以出席股東會」的部分，且如上所述，美國法上關於這種立法模式並非沒有爭議，因此本文不採用行為監管模式處理。

其二，關於機構監管之密度與法源，有學說見解認為，可以利用證交法第 18 條之規定，將股代機構視為是一種證券服務業，就可以以同條第 2 項為母法訂定相關之管理規則⁶⁷。與股權研究代理機構功能相類的信用評等機構之監管模式，就是採用此一監管方式，蓋信評機構同樣具有問責機制不明、利益衝突、透明度不足等等問題⁶⁸，因此本文以此做為參考。信評機構之監管，依信用評等事

⁶⁷ 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，台灣財經法學論叢第 2 卷第 1 期，202001，425-426 頁。

⁶⁸ 詳閱，莊永丞，對信用評等機構應有規範之比較研究，國立臺灣大學法學論叢第 40 卷第 4 期，2011，2260-2267 頁。汪信君，信用評等機構監理規範之發展與困境：問責基礎與利益衝突，國立臺灣大學法學論叢第 42 卷第 4 期，1342-1357 頁。

業管理規則第3條，設置須要經過許可，且依同規則第4項，實收資本額不得少於新臺幣五千萬元，發起人並應於發起時一次認足之；若是被認定為國際知名信用評等機構，申請在中華民國境內設立分支機構者，依同規則第5條之規定需要應檢附證明文件及專撥新臺幣五千萬元以上營業所用之資金證明，報經本會核准，對於國外知名信評機構，設置分支機構，需要有資金證明，因此目前我國對於信評機構之監管應是以機構監管為主，不只是申請核准，亦需要有最低資本額之限制。本文認為，雖然法律尚未對於證券服務業有明確定義，亦有法律保留原則等型是合憲性問題，但是既然股代機構對於證券市場有相當大的影響，且與上市上櫃公司之公司治理較為密切，應肯認可以證交法第18條之證券服務業的定義當作以機構監管方式監管股代機構的橋樑。但是於立法例上是否一定要以核准制如此嚴格之方式監管股代機構，本文認為或許可以先採取登記制或是註冊制的方式，主管機關可以先掌握股代機構的數量以及公司規模等等，等股代機構在台灣發展成熟後，再以比較強烈的監管方式為之。

或有論者認為，以自律監管之方式為之，由公會或是自律機構自行訂定監管辦法監管，以最低限度之監管方式，納入證券監管體系中，不至於會無監管，亦可以降低主管機關的行政成本，但是本文認為若是只有自律監管，將無法達到監管股代機構之目的，因為此方式監管者，通常是對於公司或是證券市場較無影響者，或是尚在萌芽間階段，公權力不宜過早介入而扼殺創新，例如在金融科技的發展下，出現的理財機器人監管問題，目前就只有銀行公會發布的自律規則管制⁶⁹。而股代機構在外國已經發展成熟，且有威脅公司治理之可能，在我國也有許多上市上櫃公司的經營權爭奪或是董事會改選，受股代機構投票決定之影響，倘若有公司與股代機構有利害關係，或是現任經營者對於股代機構之決定有所不符等等，光是由自律監管之方式，可能無法達成監管之目的，因為無強制力的要求等等，因此本文認為應要以機構監管之方式，由主管機關制定相關措施，並課與一定的義務，至少需要經過註冊或是登記納管，方能減少股代機構可能帶來的公司治理威脅。

二、監管之內容

就股代機構之監管內容，本文將其視為證券服務業，依證交法第18條第1項，應經主管機關許可方得為之，因此不能採取英國法上制度，以註冊(registration)方式為之，所以若是要在我國從事股權研究代理之業務，應經主管機關核准，若是大型外國股代機構，需申請在我國境內設立分支機構者，並經准許方得為之。關於股代機構從事之建議投票行為，本文認為英國法上之定義可以援用，即「基於專業性與商業性，針對投資人對於公司之投票決定，提供相關的資料搜尋或是投票意見之法人」，而股代機構原則上應為股份有限公司，另外要

⁶⁹ 中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會證券投資顧問事業以自動化工具提供證券投資顧問服務(Robo-Advisor)作業要點。

求其有最低資本之限制，但是具體數額則應由主管機關計算股代機構影響與責任賠付之數額而定。

(一) 資訊揭露

就資訊揭露的部分，本文認為可以參照英國法，就「行為準則、相關方法、程序」均需加以公布，因此股代機構必須揭露作成建議前的行為準則(Code of conduct)、揭露做成行為準則之報告(report)以及當股代機構選擇排除行為準則，需要揭露選擇排除之理由。上述之公布均需要免費提供，不可以收取額外費用，且應公開於其網路上，以使股代機構之投票建議所依據之基礎具有透明性。

(二) 利益衝突之防免

就利益衝突之部分，本文不採取直接禁止之方式管制，而是「以揭露為主，改善為輔」之管制方式，參酌信用評等事業管理規則第 15 條第 1 項第 4 款⁷⁰，若有利益衝突之情形，需要將此與評等結果一併公告，例如是否有提供相關服務，或是收取費用多寡等等，但是就利益衝突之內容，就無多加說明，雖最後於第 4 款寫明：「其他可能影響評等之利益衝突情形」，但是仍為加以具體化。本文認為可以參酌美國法對於利益衝突之定義，認為只要是對於客戶揭露重要的關係與實質上的利益，包括任何直接或是間接之利益、任何商業交易(公司與股代機構之間)、其他任何會影響股代機構做成投票決議的事項，甚至包括任何用以辨識是否有利害衝突的程序或是內部規則，均需要加以公布。另外，英國法規範甚至是必須將減輕或是管理利益衝突告知客戶，比美國法只需要揭露到辨識是否有利害衝突的程序或是內部規則還要大，但是英國法未明定必須要改善或是迴避等等強制規定，仍是以揭露為主，蓋揭露後，客戶便可以了解到股代機構之決定，可能是有瑕疵或是對於其可信度會降低，自行決定是否要採取股代機構之建議。

(三) 被評價公司之回應與評論機制

最後是關於被評價之公司，是否可以在股代投票建議給予客戶之前，先針對建議回應？要求被評價之公司可以先行回應之目的在於客戶可以不用聽信一面之詞，可以依照股代機構做出之建議提出反駁意見，再全部呈現給客戶，讓其作出最後決定。若是我國要仿效此制度，首先須確定過戶閉鎖期間為何，依公司法第 165 條第 2 項與第 3 項之規定，股東名簿記載之變更，於股東常會開會前三十日內，股東臨時會開會前十五日內，或公司決定分派股息及紅利或其他利益之基準日前五日內，不得為之；公開發行股票之公司辦理第一項股東名簿記載之變更，於股東常會開會前六十日內，股東臨時會開會前三十日內，不得為之。因此需要就 60 日、30 日、15 日分別訂定相對應的回覆期間。本文認為，應採取美國法之

⁷⁰ 「四、有下列可能產生利益衝突之情形，若與個別評等相關者，應與評等結果一併公告：

(一) 提供信用評等服務之收費政策。(二) 信用評等事業為受評等機構或受評等標的之發行機構、創始機構、安排機構或證券承銷商提供相關服務。(三) 於受委任進行評等前，提供評等等級之初步評估。(四) 其他可能影響評等之利益衝突情形。」

見解，應給予公司就股代機構之初步意見提供反駁或是評論，以利投資人於充足之資訊下做出最正確之判斷，同時增加回覆期限，以使投資人不至於沒有相對應的時間做出判斷究竟要如何行使手中之投票權。

三、小結

綜上而論，本文認為就股代機構之監管，應採取機構監管之模式，以證交法第 18 條為母法，將其定性為證券服務業，需要主管機關准許方能設立，且應有最低資本額之限制，就立法例上而言，或許可以採取註冊制或是登記制，先讓主管機關掌握股代機構之數量，等發展成熟再以更強烈的核准製作為監管手段。而關於股代機構行為之定義，採取英國法之定義「基於專業性與商業性，針對投資人對於公司之投票決定，提供相關的資料搜尋或是投票意見之法人」。關於資訊揭露部分，需就「行為準則、相關方法、程序」均需加以公布。關於利益衝突部分，需要就直接或是間接、潛在利害衝突均須公布，以利客戶評價是否應採取其建議。最後是應該可以使公司於股代機構提出投票建議前，先於依定期間內回覆或是反駁，以利客戶可以有充分資訊做出最正確之決定。

伍、結論

在歐美的經營與所有分離之結構與機構投資人持股比重，創造出股代機構生存之空間，也因此讓歐美各國開始反思對於此機構是否應該要加以監管，監管的優缺點等等問題。美國法採用將股代機構之行為納入證交法下的徵求中，另增加包括資訊揭露、利益衝突、以及公司可以事前針對投票建議做出回應；而英國法則是以立專法之方式為之，分別就資訊揭露、利益衝突做出相應之管制，指示並無美國法設計使公司可以事前針對投票建議做出回應。

至於就監管之正反意見，正方認為可以使股代機構之行為更加透明、使客戶於資訊充分下做出決定，反方則認為，調查顯示，只會影響不到 10% 的表決權，影響不是那麼大；另外，監管會造成股代機構將成本轉嫁給客戶，如此一來客戶可能會減少對於股代之依賴，對於公司治理就是較無法將現任經營者更換；亦有針對公司回應部分，認為影響言論自由。本文認為，鑒於我國上市上櫃公司經營權爭奪深受股代機構影響，因此雖然未有像是歐美等國的機構投資人問題，但是仍需要針對股代機構加以管制，應可以使股代機構之行為更加透明、使客戶於資訊充分下做出決定，有利於公司治理，且縱使如外國統計，10% 可能會影響到最後的關鍵票數，因此仍應加以監管。

本文認為，就股代機構之監管，應採取機構監管之模式，定性為證券服務業，需要主管機關准許方能設立，且應有最低資本額之限制，但就立法上應可以先行採用登記或是註冊制，只是和現行法規不同。而關於股代機構行為之定義為「基於專業性與商業性，針對投資人對於公司之投票決定，提供相關的資料搜尋或是投票意見之法人」。關於資訊揭露部分，需就「行為準則、相關方法、程

序」均需加以公布。關於利益衝突部分，需要就直接或是間接、潛在利害衝突均須公布，以利客戶評價是否應採取其建議。最後是應該可以使公司於股代機構提出投票建議前，先於一定期間內回覆或是反駁，以利客戶可以有充分資訊做出最正確之決定。