

國立臺灣大學法律學院法律學研究所



碩士論文

Department of Law

College of Law

National Taiwan University

Master Thesis

論機構投資者之公司治理定位——

以被動型投資管理人與投資公司之治理架構為重心

The Corporate Governance Role of Institutional Investors:

Focusing on the Stewardship Framework for Passive Asset

Managers and Investment Companies

林暉程

Wei-Cheng Lin

指導教授：楊岳平 博士

Advisor: Yueh-Ping Yang, S.J.D.

中華民國 109 年 2 月

February 2020





## 謝辭

終於來到了這一步，想起過程中受到的各種關懷與幫助，就覺得要感謝的緣分實在太多了，根本不是文字可以乘載的重量。因此，我只能將最深的情感粗淺的表達，以謝謝出現在這段旅程中的每一個你們，為我的生命寫下難忘的篇章。

首先，要特別感謝我的恩師楊岳平老師，沒有老師的啟發與幫助，就不會有這篇論文的誕生，我也不會在碩士生涯中獲得如此多的收穫。在每一次與老師的討論或是一起出差的過程中，我都從您身上獲得了很多啟蒙，不論是法學議題的研究、做學問的態度或是未來的人生規劃，老師都引領我看見更廣闊的世界，是這些累積成了論文，也累積成我碩士生涯裡最重要的寶物，真的很謝謝老師。

接著，也要感謝研究所一起努力的好夥伴們，語涵、旻諺、本昕與家瑜，還有大學時期持續至今的死黨，逸豪、柏顥、侑靜、螢襄、淑玲與晁偉，以及律訓與高中的朋友們(還有很多人原諒我沒辦法一一列舉)，是你們充實了我的研究所生活，為枯燥的論文階段帶來了許多歡笑與溫暖，也總在我需要的時候義不容辭的伸出援手，謝謝你們讓我留下了極其美好的回憶。

最後，我要感謝我最摯愛的家人，父親、母親、弟弟與奶奶，謝謝你們一直以來的付出與教導，也謝謝你們願意支撐我完成研究所學業，這些都是我窮盡一生也無法回報的。父親是我最尊敬的人生導師，謝謝您教會我要成為一位良善且正直的人，也謝謝您在母親與病魔奮鬥的日子裡，始終支撐著這個家，在那無數個待在醫院的夜晚裡，成為給予希望的燈火，讓我們有辦法繼續完成學業。而我最深愛的媽媽，雖然已經過了一年多的時間，但那些我以為可以隨時間撫平的情緒，卻依然總在深夜裡襲來，妳在天堂過的好嗎，我多麼想將此刻與妳分享，但我相信妳仍在某地方默默守護著我，我會繼續努力，成為讓妳驕傲的樣子。

林暉程 2020年2月20日





## 摘要

本文以機構投資者為研究對象，欲探討在國際與我國資本市場之投資者逐漸法人化之趨勢下，機構投資者能在公司治理中扮演何種角色，並以此結論為基礎，進一步探究機構投資者在實踐該治理定位時所可能面臨之障礙與隱憂，以及提出可能之修法建議與政策方向。

於第二章，本文藉由回顧公司治理發展之進程，說明機構投資者被賦予之政策期待，指出包含我國在內，世界各國逐漸發展出以機構投資者為重心之治理變革，並在此背景下將本文之問題意識聚焦於機構投資者之治理定位，以及其參與治理之障礙與應對上。在說明機構投資者之概念後，本文指出目前機構投資者在我國之市場占比有逐漸攀升之態勢，其中又以證券投資信託基金與一般投資公司為主要類型。

於第三章，吾人試圖透過重新審視公司治理之論辯以掌握機構投資者之治理定位，本文指出，公司治理基本上嘗試回答兩個問題，即公司應為了誰的利益而管理，以及公司應由何人以如何之方式進行管理。圍繞在這兩個問題下，本文進一步探討了股東優先原則與利害關係人理論之內涵與論據，在說明其各自之優缺點後，提出以啟發式股東價值搭配法規補充之折衷方案，並認為仍應將公司控制權之中心往股東偏移。在此基礎下，本文認為，機構投資者能成為該折衷方案之實踐者，亦即機構投資者有能力與誘因本於自身之長期價值監督經營階層，以促使其在決策過程中考量利害關係人之權益，故應以此作為機構投資者之公司治理角色。

第四章中，以上開治理定位為根基，本文分析了在鼓勵機構投資者參與上可能面臨之困難，這主要表現在被動性與短期主義之問題上。就被動性問題而言，本章首先說明被動性之成因可能與參與成本、持股多元化與搭便車等因素相關，並藉由實證數據之調查，指出我國機構投資人確實普遍在參與治理上呈現消極之態度，而這可能與我國主動型投資管理人較不發達有關，但即使如此，機構投資者之私下對

話，以及與行動主義者之互動均值得持續關注。而就短期主義問題部分，在說明其成因可能包含經營者與投資者之面向後，本文將重點聚焦於機構投資者之短期疑慮，並指出避險基金、共同基金與投資公司等機構均具有潛在之短期風險。

於第五章，本文針對被動型投資管理人之治理架構進行探討，在介紹了我國現行之機構投資人盡職治理守則後，本章指出其施行成效不如預期之原因可能在於受託人責任之內涵不明、部分原則過於空泛、欠缺執行力與未著重於降低參與成本等缺失。而在比較了歐盟、美國與英國之相關規範後，本文提出可能之政策方向與守則之修正建議，包含可訂定守則應揭露之具體內容、指定審查機關、建立評鑑制度與令被投資公司主動揭露長期資訊等。

於第六章，本文以一般投資公司為對象，在說明其政策方向應側重於如何防範短期風險與保護利害關係人後，本章首先探討了以盡職治理守則與公司負責人責任進行規範之可能性，並指出前者由於責任基礎與聲譽誘因之不足，可能難以使投資公司自願遵循；後者則在我國對實質董事嚴格之定義，以及社會責任之內涵不明下，能發揮之治理效果有限。因此，本文一方面提出了以投資公司為主體之盡職治理架構建議，要求具一定規模之投資公司說明其有適當之機制考量對目標公司長期價值之影響；另一方面，本文透過對公司負責人範圍與社會責任內涵之解釋，課予具實質影響力之投資公司有保障利害關係人核心利益之義務。

經過以上之分析，本文期待能先在理論與實證層面探究機構投資者能發揮之治理功能，並在制度層面為我國之相關規範提供可能之修正與發展方向，以建立完善之機構投資者盡職治理法制。

**關鍵詞：**機構投資者、公司治理、啟發式股東價值、股東行動主義、短期主義、盡職治理、受託人責任

## ABSTRACT

This thesis focuses on institutional investors and attempts to explore the role of institutional investors in corporate governance under the trend of investor institutionalization in international and Taiwan's capital markets. It further explores the obstacles and hidden concerns faced with by institutions investors when playing this governance role and proposes possible legislative amendments and policy directions.

In this thesis, Chapter II reviews the development process of corporate governance, explains the policy expectations given to institutional investors, and points out that many countries, including Taiwan, have gradually developed their corporate governance reforms with a focus on institutional investors. Due to this phenomenon, this thesis focuses on the role of institutional investors when participating in governance as well as the obstacles they face and their responses. After explaining the concept of institutional investors, this thesis points out that the current market share of institutional investors in Taiwan's market is gradually rising, among which securities investment trust funds and investment companies are the main types.

Chapter III attempts to clarify the role of institutional investors in corporate governance by re-examining related corporate governance debates. Corporate governance basically tries to answer two questions, namely, for whom the company should be managed and how the company should be managed. Based on these two issues, this thesis further explores the content and grounds of the shareholder primacy theory and the stakeholder theory. After explaining their respective advantages and weaknesses, this thesis proposes a compromise solution which is supplemented by the enlightened shareholder value with regulations. The center of corporate control should also be shifted to shareholders. On this basis, this thesis argues that institutional investors can be implement this compromise solution because they have the ability and incentives to

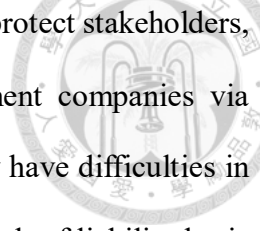
monitor the management based on their long-term values and they would thus consider the rights and interests of stakeholders in the decision-making. Consequently, this should be the role of institutional investors in corporate governance.

Chapter IV analyzes the difficulties in encouraging the participation of institutional investors, which mainly include the issues of passiveness and short-termism. In respect of passiveness, this thesis first explains that it might result from factors such as participation costs, ownership diversification, and free-riding. This thesis then points out that, after investigating empirical data, it finds that institutional investors in Taiwan seldom participate in corporate governance. This may result from the lack of active investment managers in Taiwan. Even so, the private engagement of institutional investors and the interaction between institutional investors and active shareholders still deserve continued attention. In respect of short-termism, after explaining that it may result from the identity of operators and investors, this thesis focuses on the short-termism of institutional investors and argues that institutional investors such as hedge funds, mutual funds, and investment companies are at potential risks of short-termism.

Chapter V discusses the governance structure of passive investors. After introducing Taiwan's Institutional Investors Stewardship Code, this chapter argues that this Code performs poorly because of the misunderstanding of fiduciary duty, too vague or uncertain principles, the lack of execution mechanism, and the failure to reduce participation costs. After comparing similar regulations in the European Union, the United States, and the United Kingdom, this thesis proposes feasible policy directions and amendments to the Code, including: formulating specific contents that should be disclosed, designating examination institutions, developing an evaluation system, and requesting the investee companies to disclose long-term information, etc.

Chapter VI focuses on investment companies. After explaining that the policy





direction should focus on how to prevent risks of short-termism and protect stakeholders, this chapter further explores the possibility of regulating investment companies via Stewardship Code and the Fiduciary Duty. However, the former may have difficulties in mandating investment companies to comply voluntarily due to the lack of liability basis and reputational incentives; the latter has limited governance effects under the strict definition of de facto directors and the uncertainty of corporate social responsibility in Taiwan. Therefore, this thesis proposes a possible stewardship structure for investment companies, which requires investment companies of a certain size to prove that they have appropriate mechanisms to evaluate their impacts on the long-term value of the investee company. Moreover, by interpreting the scope of “company responsible persons” and the concept of “social responsibility”, this thesis argues that investment companies with substantial influence shall have the duty to protect the core interests of stakeholders.

Based on the above analysis, this thesis explores the governance functions that institutional investors can serve at theoretical and empirical levels and proposes possible amendments and development directions for Taiwan's relevant norms. Hopefully, it may establish a comprehensive stewardship rule for institutional investors.

**KEYWORDS** : *Institutional Investor, Corporate Governance, Enlightened Shareholder Value, Shareholder Activism, Short-Termism, Stewardship, Fiduciary Duty*



# 目 錄



謝辭.....	I
摘要.....	III
目錄.....	i
詳目.....	iii
第一章、緒論.....	1
第一節、研究動機.....	1
第二節、研究對象與論文架構.....	3
第三節、研究方法.....	6
第四節、基本名詞對照.....	6
第二章、問題提出與機構投資者之概念.....	8
第一節、治理發展之回顧與問題提出.....	8
第二節、機構投資者之概念.....	13
第三節、機構投資者之市場占比與參與方法.....	24
第三章、機構投資者之公司治理定位.....	32
第一節、公司治理之目的與溯源.....	32
第二節、股東優先原則.....	34
第三節、利害關係人理論.....	42
第四節、股東行動主義與折衷治理模式之思考.....	47
第五節、機構投資人之治理角色.....	56
第六節、小結.....	65
第四章、機構投資者參與之障礙與隱憂.....	67
第一節、被動性問題.....	67
第二節、短期主義問題.....	93
第三節、小結.....	114

第五章、被動型投資管理人之治理架構.....	117
第一節、被動型投資管理人之治理問題與政策方向.....	117
第二節、我國盡職治理守則之評析與簽署現況.....	117
第三節、現行規範之不足.....	124
第四節、各國之盡職治理規範綜覽與比較.....	129
第五節、治理架構之政策建議.....	147
第六章、一般投資公司之治理架構.....	161
第一節、一般投資公司之態樣.....	161
第二節、一般投資公司之治理問題與政策方向.....	162
第三節、以盡職治理守則規範之有效性.....	164
第四節、以公司負責人責任規範之有效性.....	167
第五節、治理架構之政策建議.....	173
第七章、結論.....	181
參考文獻.....	185



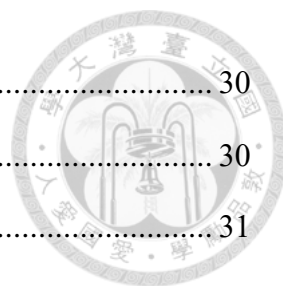
# 詳目



謝辭.....	I
摘要.....	III
目錄.....	i
詳目.....	iii
第一章、緒論.....	1
第一節、研究動機.....	1
第二節、研究對象與論文架構.....	3
第一項、研究對象與範圍.....	3
第一款、機構投資者.....	3
第二款、投資管理人.....	3
第三款、一般投資公司.....	4
第二項、論文架構.....	4
第三節、研究方法.....	6
第四節、基本名詞對照.....	6
第二章、問題提出與機構投資者之概念.....	8
第一節、治理發展之回顧與問題提出.....	8
第一項、從規範經營者到強化股東權利之進展.....	8
第二項、股東參與之障礙與機構投資者之崛起.....	10
第三項、機構投資者之角色定位.....	11
第四項、機構投資者參與治理之障礙與應對.....	12
第二節、機構投資者之概念.....	13
第一項、機構投資者之定義.....	13
第一款、機構之面向.....	14
第二款、投資者之面向.....	14



第二項、機構投資者之類型與運作模式.....	15
第一款、分類方式.....	15
第二款、資產擁有人.....	16
第三款、投資管理人.....	17
第一目、運作模式.....	17
第二目、我國法之規定.....	18
第三目、員工持股信託.....	19
第三項、投資管理人之態樣.....	20
第一款、被動型投資管理人.....	20
第一目、股票型基金.....	21
第二目、指數型基金.....	22
第三目、股票指數型基金.....	22
第二款、主動型投資管理人.....	22
第一目、私募股權基金.....	23
第二目、避險基金.....	23
第三節、機構投資者之市場占比與參與方法.....	24
第一項、機構投資者之持股與市場占比.....	24
第一款、國際趨勢.....	24
第二款、我國現狀.....	25
第二項、機構投資者之參與方法.....	27
第一款、機構投資者之發聲.....	28
第一目、行使表決權.....	28
第二目、股東提案權.....	28
第三目、參與競選董監事.....	29
第四目、股東訴訟.....	29



第五目、私下對話.....	30
第六目、公開表示意見.....	30
第二款、機構投資者之退出.....	31
第三章、機構投資者之公司治理定位.....	32
第一節、公司治理之目的與溯源.....	32
第一項、公司治理的兩個設問.....	32
第二項、股東與利害關係人辯論之溯源.....	33
第二節、股東優先原則.....	34
第一項、理論內涵.....	35
第二項、論據與回應.....	35
第一款、股東是公司所有人.....	35
第二款、盈餘收取權與默示之契約.....	36
第三款、股東與經營者是委託代理關係.....	37
第四款、企業的社會責任是創造利潤.....	38
第五款、股東作為資本提供者與創始人之特殊地位.....	39
第六款、代理成本與效率觀點.....	40
第三項、理論定位.....	41
第三節、利害關係人理論.....	42
第一項、理論內涵.....	42
第二項、批評與回應.....	43
第一款、利害關係人之保護應屬其他監管法規之範疇.....	43
第二款、利害關係人理論損害股東之私有財產權.....	44
第三款、利害關係人理論會減損股東價值，阻礙商業活動.....	44
第四款、缺乏明確目標造成效率與代理問題.....	45
第三項、理論定位.....	46

第四節、股東行動主義與折衷治理模式之思考.....	47
第一項、股東行動主義之審思.....	47
第二項、法政策的潛在衝突.....	49
第三項、折衷之公司治理目的.....	51
第一款、基本立場與啟發式股東價值.....	51
第二款、理論之評析與調整.....	53
第四項、適當之公司治理方法.....	54
第五節、機構投資人之治理角色.....	56
第一項、建立治理機制之方式.....	56
第二項、機構投資者監督經營之能力.....	56
第三項、機構投資者督促經營者考量利害關係人之誘因.....	58
第一款、機構投資者之投資多元性.....	58
第二款、非財務資訊帶來之投資優勢.....	59
第三款、創建良好聲譽以吸引資金提供者.....	60
第四款、不能退出之特性導致更關注長期價值.....	60
第四項、具體實踐.....	61
第一款、國際趨勢.....	61
第二款、國內發展.....	63
第六節、小結.....	65
第四章、機構投資者參與之障礙與隱憂.....	67
第一節、被動性問題.....	67
第一項、機構投資者被動性之爭論.....	68
第一款、機構投資者被動之可能因素.....	68
第一目、參與成本高，可能會降低回報.....	68
第二目、持股多元化，缺乏參與之資源與利益.....	68





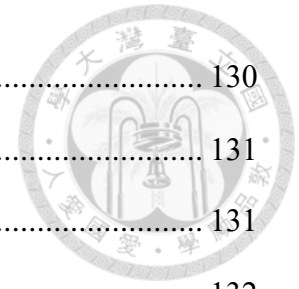
第三目、搭便車難題.....	69
第四目、延長之股權連鎖，降低所有者思維.....	69
第五目、某些被動型投資管理人無法透過退出威脅，故難以監督.....	70
第六目、流動性需求.....	70
第二款、被動性之反面論點.....	70
第一目、基金業者之資源整合.....	71
第二目、指數型基金與主動型投資管理人之競爭.....	71
第三目、規模經濟降低參與成本.....	72
第四目、股東影響力之提升與股權研究代理機構.....	73
第二項、我國機構投資者參與情形之研究.....	73
第一款、機構投資者之投票情形.....	74
第一目、投票參與度.....	74
第二目、投票傾向.....	76
第二款、機構投資者之提案與訴訟.....	82
第三款、機構投資者之聲明.....	83
第四款、機構投資者之私下參與.....	84
第三項、被動性理論之初探.....	85
第一款、正確之機構投資者類型.....	86
第二款、我國機構投資者更顯被動之可能原因.....	89
第三款、機構之參與程度視議題類型而有不同.....	90
第四款、檯面下的治理干預.....	91
第五款、機構投資者與行動主義者之關係.....	91
第二節、短期主義問題.....	93
第一項、短期主義問題介紹.....	93

第二項、短期主義之成因.....	96
第一款、經營者的短視近利.....	96
第二款、投資者與經營者之資訊不對稱.....	96
第三款、投資者之短期偏好.....	97
第四款、約束經營者之韁繩.....	98
第五款、股權研究代理機構之問題.....	99
第六款、股東行動主義之擴散.....	99
第七款、被投資公司之特徵.....	100
第三項、反面論點與回應.....	101
第一款、反面論點.....	101
第一目、效率市場假說.....	101
第二目、實證數據.....	101
第三目、代理問題.....	103
第二款、反面論點之回應.....	104
第一目、針對效率市場.....	104
第二目、針對宏觀數據.....	105
第三目、針對代理問題.....	106
第四項、機構投資者之短期疑慮.....	107
第一款、避險基金.....	108
第二款、私募股權基金.....	110
第三款、共同基金.....	111
第四款、資產擁有者—以一般投資公司為重.....	113
第三節、小結.....	114
第五章、被動型投資管理人之治理架構.....	117
第一節、被動型投資管理人之治理問題與政策方向.....	117





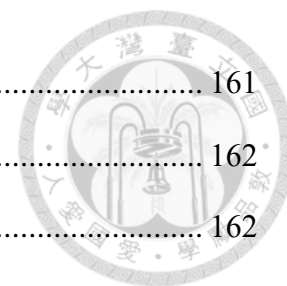
第二節、我國盡職治理守則之評析與簽署現況.....	117
第一項、守則之規範內容.....	118
第一款、推行單位 .....	118
第二款、自願性質與遵循或解釋原則.....	118
第三款、規範對象 .....	119
第四款、責任基礎與長期利益 .....	119
第五款、六大原則 .....	119
第一目、原則一：制定並揭露盡職治理政策 .....	119
第二目、原則二：制定並揭露利益衝突管理政策.....	120
第三目、原則三、持續關注被投資公司 .....	120
第四目、原則四：適當與被投資公司對話及互動.....	121
第五目、原則五：建立明確投票政策與揭露投票情形.....	121
第六目、原則六：定期向客戶或受益人揭露履行盡職治理之情形 .....	121
第二項、施行成效之評析.....	122
第三節、現行規範之不足 .....	124
第一項、受託人責任之內涵不明 .....	125
第二項、長期價值之概念模糊.....	126
第三項、部分原則過於空泛，欠缺評估標準.....	126
第四項、守則缺乏執行力與處罰機制 .....	127
第五項、聲譽誘因之效果不佳 .....	128
第六項、未考量如何降低參與成本 .....	129
第四節、各國之盡職治理規範綜覽與比較 .....	129
第一項、歐盟之股東權利指令.....	129
第一款、推行單位與立法沿革 .....	129



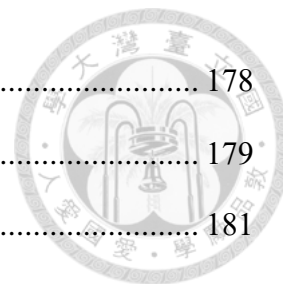
第二款、強制性質與遵循或解釋原則.....	130
第三款、規範對象.....	131
第四款、責任基礎與長期利益.....	131
第五款、具體規定.....	132
第一目、制定並揭露參與政策.....	132
第二目、資產擁有人應揭露其投資策略以及與投資管理人間之 委託協議.....	133
第三目、受委託之投資管理人應向資產擁有人揭露其投資策略 .....	133
第二項、美國之盡職治理與管理架構.....	134
第一款、推行單位與立法沿革.....	134
第二款、自願性質與遵循或解釋原則.....	135
第三款、規範對象.....	136
第四款、責任基礎與長期利益.....	136
第五款、具體規定.....	136
第一目、機構投資者應有效監督及參與被投資公司之治理..	137
第二目、機構投資者應確保股權研究代理機構有將長期利益納 入考量.....	137
第三目、機構投資者間應適當透過合作，來確保該架構之履行 .....	138
第三項、英國之機構投資人盡職治理守則.....	138
第一款、推行單位與立法沿革.....	139
第二款、自願性質與遵循或解釋原則.....	139
第三款、規範對象.....	139
第四款、責任基礎與長期利益.....	140

第五款、2012年盡職治理守則之具體規範(現行法).....	140
第六款、2020年盡職治理守則之修正內容(尚未施行).....	141
第一目、機構投資者應確保能有效促進盡職治理.....	142
第二目、機構投資者應能有效管理利益衝突.....	143
第三目、機構投資者應促進良好之金融體系.....	143
第四目、機構投資者應就盡職治理之訊息與資金提供者進行交流.....	143
第五目、機構投資者應監督服務提供者.....	144
第六目、機構投資者應在必要時透過集體參與，以發揮影響力.....	144
第四項、小結.....	144
第五節、治理架構之政策建議.....	147
第一項、詮釋受託人責任之內涵，並輔以公益基礎.....	147
第二項、盡職治理守則之修正.....	149
第一款、將長期價值之概念具體化，並體現在各原則之要求中..	149
第二款、訂定各原則下應揭露之具體內容，並指定審查機關.....	151
第三款、強化與資金提供者之交流.....	153
第四款、鼓勵將長期要素納入投資標的之選擇.....	154
第三項、建立評鑑機制.....	155
第四項、設立違規之處罰效果.....	156
第五項、降低參與成本之政策.....	157
第一款、使被投資公司主動揭露長期資訊.....	157
第二款、建立機構投資者交流平台.....	158
第六章、一般投資公司之治理架構.....	161
第一節、一般投資公司之態樣.....	161

第一項、內部人型之投資公司 .....	161
第二項、投資人型之投資公司 .....	162
第二節、一般投資公司之治理問題與政策方向 .....	162
第三節、以盡職治理守則規範之有效性 .....	164
第一項、適用守則之可能性與簽署現狀 .....	164
第二項、適用守則之障礙 .....	165
第一款、責任基礎之不足 .....	165
第二款、聲譽誘因之欠缺 .....	166
第三項、小結 .....	166
第四節、以公司負責人責任規範之有效性 .....	167
第一項、公司法之相關規範 .....	167
第二項、適用公司負責人責任之障礙 .....	169
第一款、公司負責人之範疇無法完整涵蓋投資公司 .....	169
第二款、社會責任之內涵模糊 .....	171
第三項、小結 .....	172
第五節、治理架構之政策建議 .....	173
第一項、建立以投資公司為主體之盡職治理規範 .....	173
第一款、管理單位與主管機關 .....	173
第二款、規範對象 .....	174
第三款、責任基礎 .....	174
第四款、強制性質與處罰效果 .....	175
第五款、遵循或解釋原則 .....	175
第六款、具體內容 .....	175
第二項、透過解釋補充公司負責人責任之範圍與內涵 .....	177
第一款、擴大實質董事之認定範圍 .....	177



第二款、補充解釋義務型社會責任之判斷基礎 .....	178
第三項、小結 .....	179
第七章、結論 .....	181
參考文獻 .....	185



## 圖表目錄



圖一	我國集中市場成交比重.....	26
圖二	我國上市公司資本來源占比.....	26
圖三	2018年上市公司資本來源占比.....	27
圖四	Bainbridge 公司治理軸線圖.....	33
圖五	機構投資者定位圖.....	66
圖六	2018年機構投資者支持經營階層提案之比率分布.....	78
圖七	2018年投資管理人支持經營階層提案之比率分布.....	78
圖八	2018年國內外機構投資者為反對與棄權之議案占比.....	79
圖九	2018年國內機構投資者為反對與棄權之議案占比.....	79
圖十	2018年反對議案中之各類議案比例.....	81
圖十一	2018年棄權議案中之各類議案比例.....	81
圖十二	我國企業研發支出占 GDP 比率.....	103
表一	各國盡職治理規範比較表.....	146
表二	投資公司治理架構之建議.....	180





## 第一章、緒論

### 第一節、研究動機


本篇論文之構思初期，正巧適逢我國公司法 2018 年全盤修正之研擬階段，在本次歷年來最大幅度之變革中，我將目光投射在兩個主要之修正面向上，也就是公司社會責任之明文化與股東權利之加強。一直以來在公司法之學習中，由於第 1 條開宗明義地將營利定為公司之目的，故在法條之解釋與相關議題之探討上，常常是以股東利益最大化之角度為出發點進行思考。但在看到原來社會責任可以成為公司法之目的後，引起了我對此領域相當大之興趣。或許是一種本於社會資源回饋之價值觀，我認為若能使企業在賺錢之同時，考量其可能造成影響之弱勢團體與自然環境，甚至是進一步為其利益而做出決策，將真正可能將世界帶往更好之方向。而爬梳相關文獻後，亦發現公司治理之研究確實在此一領域有越來越多的討論<sup>1</sup>。

另一方面，在股東意識抬頭之今日，公司法制朝向強化股東權利發展並不令人意外。然而，結合前述對公司社會責任之重視，使我不禁思考，對股東地位之加強是否有助於實現社會責任之目標，抑或僅是在公司經營中重新強調股東利益至上之理念，而使社會責任淪為治理之口號。

正當我陷入這樣的疑惑時，偶然看到的美國機構投資者行動案例給我帶來了很大的啟發。2017 年 1 月 6 日時，位於紐約的行動主義避險基金 JANA 合夥公司 (JANA Partners) 與加州教師退休基金 (California State Teachers' Retirement System, 簡稱 CalSTRS) 一同寫信給蘋果公司 (Apple) 之董事會，信中引述了許多專家研究，指出：「我們認為，蘋果公司有必要提供父母更多的選擇與工具，以協助他們確保

---

<sup>1</sup> 近期相關文獻可參考：陳彥良(2019)，〈德國公司社會責任與永續發展原則之建構—兼論台灣相關實務〉，《臺灣財經法學論叢》，第 1 卷第 1 期，頁 99-131；蔡英欣(2019)，〈公司社會責任與股東利益最大化原則—以日本法為中心〉，《臺灣財經法學論叢》，第 1 卷第 1 期，頁 169-197；周振鋒(2019)，〈論公司社會責任與公司慈善捐贈〉，《臺灣財經法學論叢》，第 1 卷第 1 期，頁 199-240。



年輕消費者用最恰當的方式，使用你們的產品。」。信裡提到，青少年及孩童對 iPhone 手機的過度使用，與許多社會問題有關聯，包括上課不專心、難以對他人產生同理心、憂鬱、睡眠不足和自殺率提高等，並希望蘋果公司能提出改善之策略<sup>2</sup>。而在我國也有類似的例子，2019 年下旬，長榮航空公司爆發嚴重的罷工事件，此時身為長榮第六大股東的勞退基金以股東身分發文給長榮公司，要求其妥善處理勞資爭議，以維護股東與勞工之權益<sup>3</sup>。我從該等案例中看見，身為有力股東之機構投資者並非僅考量自身之財務利益，而是真的在關注公司行為對其他社會層面之影響，並促使經營者改善其決策。這似乎為我的疑惑帶來了可能之解答，使我好奇究竟機構投資者與一般股東有何不同，其何以有誘因考量其他利害關係人之權益，其是否有辦法實現理想中的公司治理願景。因此，本文將研究之對象聚焦於機構投資者，嘗試探討其在公司治理中所能扮演之角色。

與此同時，在近年來國內逐漸白熱化之經營權爭奪戰與參股經營中，我發現其中許多市場派股東利用所謂的投資公司，透過本身之持股與策略結盟對經營階層施加壓力，促使其改變營運策略。這種改變雖可能是正向的，但亦有部分是藉由迫使公司出售固有資產或削減研發支出等方式，以達短期炒股之目的。這使我意識到，機構投資者之參與雖有其優點，但亦蘊含可能之風險，而目前相關之政策是否有效降低此一風險，以促進機構投資者之治理角色，成為本文所欲探討之另一關鍵問題。

綜上，本文將本於公司應負擔社會責任之理念，對機構投資者在現代化公司治理中之定位為研究，並分析其可能面臨之障礙，以及相關之治理架構應如何形成。

---

<sup>2</sup> Robert G. Eccles(著)，陳佳穎(譯)(2018)，〈誰說投資人總是短視近利！Why an Activist Hedge Fund Cares Whether Apple's Devices Are Bad for Kids〉，載於：[https://www.hbrtaiwan.com/article\\_content\\_AR0007817.html](https://www.hbrtaiwan.com/article_content_AR0007817.html)。

<sup>3</sup> 自由時報(02/07/2019)，〈長榮航勞資爭議難解 第 6 大股東新制勞退基金要求「妥善處理」〉。

## 第二節、研究對象與論文架構



### 第一項、研究對象與範圍

本文雖係以機構投資者之公司治理法制為主要之討論對象，並於具體之政策建議上將視角進一步聚焦於被動型投資管理人與一般投資公司，惟該等主題所指涉之概念可能相當廣泛且不夠具體明確，故在此先界定本文所欲研究之對象與範圍。

#### 第一款、機構投資者

機構投資者雖為本文討論之核心，但其精確定義卻不易掌握，若以廣義而言，其可能可以指涉所有對任一企業有持股之法律實體，在此定義下，所有的法人股東均可被歸類為機構投資人。然而，若以此設定討論範圍顯然過於廣泛，故本文從「投資人」之角度出發，將機構投資者定義為運用固有或受託資金進行一般性投資業務之法律實體，亦即其必須以投資為主要經營之業務，而排除一般公司間策略性持股之情形，以限縮討論對象，再透過類型化之方式，進一步明確機構投資者之概念。

#### 第二款、投資管理人

所謂投資管理人係指協助客戶管理資金並進行投資運用之機構投資者，在我國之法制架構下，其又可被分為兩種類型。第一種是指受客戶之資金委託，為其進行投資操作之機構，例如我國之證券投資信託基金；第二種則是提供客戶投資建議，而未受託管理資產之機構，例如我國之證券投資顧問業。而在外國立法例上，有將第二種類型之機構歸類為服務提供者，而將投資管理人限縮為第一種類型者<sup>4</sup>，故有關本文所欲討論之投資管理人範圍有進一步說明之必要。而為呼應前述對

<sup>4</sup> 舉例而言，英國之機構投資人盡職治理守則即將投資顧問業者歸類為服務提供者 (Service Provider)。See FIN. REPORTING COUNCIL, THE UK STEWARDSHIP CODE (Sept. 2012) [hereinafter U.K. STEWARDSHIP 2012], at 2, <http://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Stewardship-Code-September-2012.pdf>.



機構投資者之定義，本文同樣將所討論之投資管理人限縮為第一種類型之機構，並直接以投資顧問指涉第二種類型之機構。

### 第三款、一般投資公司

本於在資本市場之重要地位，一般投資公司亦為本文所聚焦之研究主體，惟其具體範圍不易界定，故有加以說明之必要。首先，本文所指之一般投資公司並不包含以公司制型態運作之避險基金或私募股權基金等主動型投資管理人，而是屬運用自有資產進行投資之公司。而若參考主管機關對公司法第 13 條第 1 項「以投資為專業」者之定義，係指公司除經營投資業務外，尚無經營其他業務<sup>5</sup>，但本文認為如此界定投資公司可能過於狹隘，無法涵蓋真正對資本市場有影響力之機構投資者類型，因此，吾人將一般投資公司定義為以投資為主要業務之公司。至於主要業務之判斷若僅以章程是否有記明一般投資業為標準，在我國公司所營事業原則上不以章程明定者為限之規定下<sup>6</sup>，可能造成部分實質上有從事一般性投資之公司無法被捕捉。故本文建議除了章程外，亦可從公司之營收所得中投資收入之占比進行觀察，以一定期間內投資收入達一定比例者為標準，界定投資公司之範圍，亦為本文後續之政策建議設定明確之規範對象。

此外，在探討投資公司對經營階層之影響力時，本文將主要討論參股經營之情形，亦即投資公司不以取得經營權為目的，而是藉由買入目標公司一定比例之股份，取得影響經營決策之能力，甚至透過當選部分董事之方式加強對經營者之干預。而投資公司可能以發動經營權爭奪戰之方式，試圖完全控制目標公司之行為，則不在本文所欲探討之範圍內。

## 第二項、論文架構

界定研究對象之範圍後，本部分將簡單概述本篇論文之架構，並說明各章節中

<sup>5</sup> 參經濟部(101)經商字第 10102403980 號函。

<sup>6</sup> 參公司法第 18 條第 2 項。



所探討之機構投資人範圍。首先，本文將於第二章中透過對公司治理進程之回顧帶出機構投資者之角色，闡述其近年來崛起之時空背景，並在這樣的背景下形塑本文之問題意識。接著，本文將針對機構投資者之詳細概念與類型為介紹，並指出機構投資者目前之市場占比，與可能影響公司經營之手段。

第三章中本文即以機構投資者為對象，藉由審視公司治理在目的與手段上之論辯，嘗試界定機構投資者之治理定位。本文在此分析了股東優先原則與利害關係人理論之立場，並本於現代化之視角對其論據提出回應，以帶出可能的折衷方案，並解釋機構投資者如何透過成為該折衷方案之實踐者發揮治理功能。

接著，本文將於第四章中詳述機構投資者在扮演上開治理角色時可能遭遇之障礙與隱憂，並將重點放在被動性與短期主義之問題上，透過對此二問題成因之分析、正反論點之介紹，以及對我國實證數據之觀察，期能全面性地掌握我國在推動機構投資者參與上可能面臨之難題，並以此作為相關政策應對之重點。

而由於我國之機構投資者係以被動型投資管理人與一般投資公司為主要類型，且後者之規範相對較為缺乏，故在具體之法制分析上，本文將著重於探討此二類機構之治理架構。因此，本文在第五章中先以被動型投資管理人為對象，按照前述分析確立其治理問題與政策方向，並檢驗我國目前以盡職治理守則為主之規範模式是否能促使其發揮應有之治理功能。而在對現有規範之成效與缺失進行評析後，本文嘗試透過對歐美等國立法例之觀察與比較，思考我國守則可能之改善方向，並提出具體之政策建議。

而第六章即以一般投資公司為主體，重申其面臨之治理難題並思考可能之應對方案。在指出現行法制下可能欠缺相應之規範後，吾人先是分析以上開盡職治理守則加以規範之可能性，接著嘗試建構可行之治理模式。最後，本文將於第七章中提出結論。


### 第三節、研究方法

機構投資者治理概念之興起主要源自於歐洲與美國等法人持股比例較高之地區，這是由於這些地區之機構投資人在市場上具有顯著之影響力，故成為公司治理政策著重之對象。例如英國於 2010 年頒布之機構投資人盡職治理守則(the UK Stewardship Code)可說是在機構投資者治理角色上最早之嘗試，亦成為我國規範之繼受來源。因此，本於相關概念之發展在這些地區已累積一定之經驗，以及我國政策之繼受法性質，該等外國法例之探討將對我國法制具有相當之參考價值。故本文將主要採取比較法研究之方式，並輔以相關實證資料之統計進行分析，期能對此一議題提供較全面之觀點。

### 第四節、基本名詞對照

本文許多用詞是參考外文文獻自行翻譯而來，為確保理解上之一致性，茲將重要基本名詞之原文對照如下：

有力股東	blockholder
利害關係人	stakeholder
利害關係人理論	stakeholder theory
投資管理人(國內亦有譯為資產管理人)	asset manager
受託人責任	fiduciary duty
股東優先原則(國內亦有譯為股東優位主義)	shareholder primacy



控制股東	controlling shareholder
資產擁有人	asset owner
盡職治理	stewardship
機構投資者	institutional investor



## 第二章、問題提出與機構投資者之概念

作為本文研究之始點，本章節將先透過文獻與法制回顧之方式說明機構投資者如何在公司治理之發展進程中嶄露頭角，以及其被賦予的政策期待。接著，本文將針對機構投資者之治理角色提出兩個關鍵問題，以作為後續探討與應對之重心。最後，本章將就機構投資者之概念、持股現況與參與方法為介紹，為接下來之討論建立背景。

### 第一節、治理發展之回顧與問題提出

2009 年的金融危機開啟了對世界金融、貿易與資本秩序的重新檢視，學者們提出了許多因素，試圖剖析這場災難，從系統性風險的控管到投資人保護之面向<sup>7</sup>，而辯論的其中一個戰場聚焦在公司治理制度之檢討上<sup>8</sup>。雖有論者認為，公司治理並非促成危機之原因，現今之治理指標已足以確保公司之妥善運作<sup>9</sup>，但這顯然與主流觀點不符。人們普遍認為，由於公司無法監督適當之風險承擔，並為整體利害關係人提供保護，最終促成經濟體系之崩解，因此公司治理之弊病在危機中難辭其咎<sup>10</sup>。這使本文重新思考現有之公司治理機制是否能在社會公益與經濟效率間取得平衡。

### 第一項、從規範經營者到強化股東權利之進展

公司治理之發展始於現代化企業在經營與所有分離之趨勢下衍生之代理問

---

<sup>7</sup> See generally THE FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, FINANCIAL CRISIS INQUIRY REPORT: FINAL REPORT OF THE NATIONAL COMMISSION ON THE CAUSES OF THE FINANCIAL AND ECONOMIC CRISIS IN THE UNITED STATES (2011).

<sup>8</sup> 有關金融危機後對公司治理制度之檢討可參考：Peter O. Mulbert, *Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis—Theory, Evidence, Reforms* 10-14 (European Corp. Governance Inst. Law, Working Paper No. 151/2010, 2010); OECD, CORPORATE GOVERNANCE AND THE FINANCIAL CRISIS: KEY FINDINGS AND MAIN MESSAGES 7-11 (2009); Lynne L. Dallas, *Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, 37 J. CORP. L. 265 (2012).

<sup>9</sup> See Brian R. Cheffins, *Did Corporate Governance Fail during the 2008 Stock Market Meltdown - The Case of the S&P 500*, 65 BUS. LAW. 1, 50-51 (2009).

<sup>10</sup> Zhong Xing Tan, *Stewardship in the Interests of Systemic Stakeholders: Re-Conceptualizing the Means and Ends of Anglo-American Corporate Governance in the Wake of the Global Financial Crisis*, 9 J. BUS. & TECH. L. 169, 170 (2014).



題，析言之，隨著公司規模之擴大與股票交易之頻繁，公開發行公司之股東逐漸與實際之經營者脫離，因而產生代理成本<sup>11</sup>，而公司治理之核心即在於透過建立指導與管理企業之機制，以監督經營者之責任，降低這種代理成本<sup>12</sup>。而除了保障股東權益外，學界也普遍肯認公司治理具有兼顧其他利害關係人利益之目的<sup>13</sup>。

而為了落實公司治理，起初，人們將目標著重在強化對經營者之規範上，透過內部控制、獨立董事與薪資報酬委員會等制度之設立，期望能防止經營者濫權<sup>14</sup>。然而，隨著各種金融弊案與財務醜聞層出不窮，立法者逐漸意識到僅仰賴內部監管不足以發揮成效，因此，其逐漸將目光轉移到另一個重要之公司角色身上，即股東。股東作為企業良好表現之最大受益者，其治理功能一直以來對公司法學界有巨大之吸引力，藉由加強股東之監督權能，以減少經營者自我圖利之風險，為公司治理領域帶來了新的面向<sup>15</sup>。

在這樣的思維下，以強化股東權利為意旨之各種規範應運而生，包含股東提案權、電子投票與董事候選人提名等相關制度。我國於2018年8月最新之公司法修正中，亦將保障股東權益列為重點之一<sup>16</sup>，進而強化對股東行動主義之落實。具體而言，修正法規除增列得以電子方式為公司受理股東提案之方式<sup>17</sup>、允許非公開發行公司之股東會得以視訊召開<sup>18</sup>等便利股東權行使之條文外，亦為加強股東對經營階層之監管而增設各種規定，如明定董事會不得任意剷除股東提案<sup>19</sup>、刪除董事會

<sup>11</sup> 易明秋(2007)，《公司治理法制論》，頁11，臺北：五南。

<sup>12</sup> 吳當傑(2004)，《公司治理理論與實務》，頁2，臺北：財團法人孫運璿學術基金會。

<sup>13</sup> 柯芳枝(2012)，《公司法論(上)》，修訂八版，頁208-209，臺北：三民。

<sup>14</sup> 吳當傑，前揭註12，頁7-8。

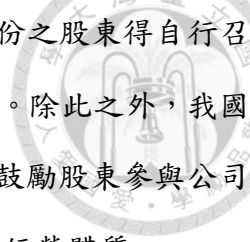
<sup>15</sup> 經濟合作暨發展組織(OECD)於2004年修訂之「公司治理原則」(Principles of Corporate Governance)中，第二項「股東權利與重要所有權功能」即強調透過鼓勵股東參與以解決公司治理之弊病。See ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT(“OECD”), OECD PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE 18 (2004).

<sup>16</sup> 王文字(2018)，《公司法論》，六版，頁81，臺北：元照。

<sup>17</sup> 公司法第172條之1第2項。

<sup>18</sup> 公司法第172條之2第1項。

<sup>19</sup> 公司法第172條之1第4項。



對董監提名人之審查權<sup>20</sup>，以及增列繼續持有3個月以上過半股份之股東得自行召開股東臨時會<sup>21</sup>等規定，皆為我國之股東參與提供更友善之環境。除此之外，我國於2018年公布之上市上櫃公司治理實務守則中，亦強調企業應鼓勵股東參與公司治理，並透過各種方式確保股東能合法有效行使權利<sup>22</sup>，以改善經營體質。

## 第二項、股東參與之障礙與機構投資者之崛起

然而，以強化股東功能為導向之治理模式很快察覺到了現實之障礙。首先，由於公司股權分散，個別股東之持股可能很有限，因而無法對公司決策產生影響力，進行參與之成本亦與獲得之收益顯不相稱，這導致股東欠缺參與治理之誘因，形成所謂的集體行動問題（collective action problem）<sup>23</sup>。再者，由於股權之規模與專業知識不足，使股東亦缺乏獲得並理解公司經營資訊之能力。這些因素均造成以鼓勵股東參與為目標之治理法制並未發揮預期之成效。

正當改革之腳步陷入泥沼時，近年來以投資管理業為首之機構投資者崛起，恰好為此一領域帶來了曙光。由於機構投資者匯集資金進行投資之特色，使股權有重新集中化之趨勢，而本於一定之持股規模與專業能力，使其得以克服傳統股東之缺陷，從而對被投資公司有相當之影響力。因此，學者們逐漸將對股東角色之期待轉而投射在機構投資者身上，期望能藉以為公司治理領域注入新的活水，爬梳近年內有關治理改革之文獻，即可看見此一進程<sup>24</sup>。

而在國際之政策趨勢上，機構投資人亦被賦予更積極之作用，透過鼓勵其參與公司議題，以確保經營者對股東負責，並以長期觀點經營公司。以經濟合作暨發展

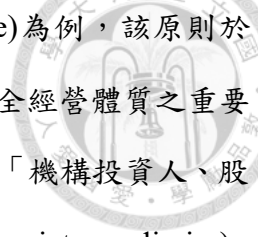
<sup>20</sup> 公司法第192條之1第5項及第216條之1第1項。

<sup>21</sup> 公司法第173條之1第1項。

<sup>22</sup> 上市上櫃公司治理實務守則第7條。

<sup>23</sup> 易明秋，前揭註11，頁133-135。

<sup>24</sup> 近年來國內有關公司治理探討之文獻中，不乏特別提及機構投資者之角色，相關著作可參照：葉銀華(2017)，〈公司治理：全球觀點、台灣體驗〉，二版，頁301-305，臺中：滄海；易明秋，前揭註11，頁276-297；林黎華(2012)，〈避險基金與公司治理〉，《法令月刊》，第63卷第2期，頁81-110；王育慧(2007)，〈機構投資人促進公司治理法制之研究〉，《財產法暨經濟法》，第11期，頁69-103。



組織(OECD)之公司治理原則(Principles of Corporate Governance)為例，該原則於1999年提出，旨在為國際提供良好之公司治理標準，為企業健全經營體質之重要參考。其在2015年由G20通過之最新版本中，新增第三大原則「機構投資人、股票市場及其他仲介者」(Institutional investors, stock markets, and other intermediaries)，其中不僅論及機構投資人之興起，亦明確指出鑑於機構投資人類型之差異，應有不同之監管回應<sup>25</sup>。此外，該原則建議機構投資人揭露其對所投資公司之治理與投票策略，亦應說明其如何管理可能影響股權行使之利益衝突<sup>26</sup>。由此可見，機構股東已被視為市場上重要之參與者，其舉手投足皆牽動未來治理環境之走向。而該原則提出之治理建議亦逐漸在世界各國發酵，影響相關法制之形成，包含歐盟之股東權利指令(Shareholders Rights Directive)、美國之盡職治理與管理架構(Framework for US Stewardship and Governance)，以及英國之機構投資人盡職治理守則(The UK Stewardship Code)等。

而我國除以英國法為參考，制定我國之機構投資人盡職治理守則外，金融監督管理委員會亦在其新版公司治理藍圖中，將「強化機構投資人對公司治理之影響」列為未來之策略目標，並致力於提升機構股東之治理成效<sup>27</sup>，足見我國亦已將改革之方向倚重在機構投資者身上。

### 第三項、機構投資者之角色定位

從以上回顧可以得知，不論從公司法學界或政策趨勢觀察，機構投資者均背負了促進現代化公司治理之期望。而在建立以機構投資者參與為導向之法律架構前，必須確認之問題是，究竟我們所期待機構投資者扮演之公司治理角色為何，以及其是否可能承擔這樣的角色。這是我國在強化機構股東之權能前，應思考之先決問

---

<sup>25</sup> ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (“OECD”), G20/OECD PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE 29 (2015).

<sup>26</sup> *Id.* at 30-32.

<sup>27</sup> 金融監督管理委員會(2018)，《新版公司治理藍圖(2018~2020)》，頁 21-23。

題，換言之，必須先設定一個理想藍圖，以作為立法形成之目標與理由。

而在思考此一角色定位時，本文發現了可能之矛盾。亦即，若肯認公司治理之目標除追求股東之利益外尚包含對其他利害關係人權益之保護，則鼓勵機構投資者之參與是否有助於達成此一目標，不無疑問。詳言之，有論者認為，為使公司法能平衡考量所有利害關係人之利益，應確保董事會有一定程度之自由裁量權，且股東之地位不應高於其他利害關係者<sup>28</sup>。因此，在假設股東是本於自身利益進行參與下，對其權力之強化可能破壞董事會兼顧各方利益之能力，迫使其以犧牲其他群體之方式增進股東價值<sup>29</sup>。在此觀點下，機構投資者身為有力股東，比起鼓勵其參與，或許更應思考如何杜絕其對經營階層之干預。然而，亦有論點指出，強調董事會之獨立性可能加劇代理問題<sup>30</sup>，且利害關係人比起股東，監督經營者之誘因可能更有限，故股東仍應在公司治理中被賦予特殊之地位。

如何在上開爭論中，界定機構投資者之角色位置，毋寧是相關政策發展之前提，這可能有賴於對公司治理目的與手段之重新檢驗，並本於機構投資者之性質提出立論。本文將於第三章中詳細探討此一問題，藉以形塑機構投資者之公司治理角色。

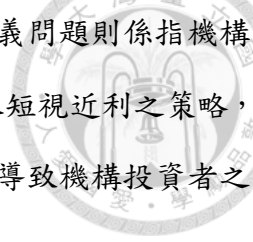
#### 第四項、機構投資者參與治理之障礙與應對

若能確立機構投資者之治理定位，接下來之問題是，以機構股東為首之治理改革是否已發揮預期之效果。經過近幾年之嘗試，成效似乎並不明顯，人們發現要促進機構投資者之正向參與有其他障礙，這主要表現在被動性與短期主義之問題上。詳言之，被動性問題係指機構投資者可能對於參與治理呈現被動且冷漠之態度，這

<sup>28</sup> Stephen M. Bainbridge, *The Case for Limited Shareholder Voting Rights*, 53 UCLA L. REV. 601, 604-605 (2006).

<sup>29</sup> Hanne S. Birkmose, *Forcing Shareholder Engagement – Theoretical Underpinning and Political Ambitions*, 29 EUR. BUS. L. REV. 613, 633 (2018).

<sup>30</sup> Benedict Sheehy, *Scrooge - The Reluctant Stakeholder: Theoretical Problems in the Shareholder-Stakeholder Debate*, 14 U. MIAMI BUS. L. REV. 193, 203 (2005).



與其成本結構、持股分布與搭便車等難題密切相關<sup>31</sup>。而短期主義問題則係指機構投資者可能為了短期獲利，而透過參與經營之方式迫使公司採取短視近利之策略，使公司之長期價值與利害關係人之權益受到損害<sup>32</sup>。這些因素均導致機構投資者之治理發展遭遇困難。

而究竟被動性與短期主義問題之成因為何、我國之機構投資人參與是否會面臨一樣之阻礙，以及相關之法制設計應如何排除這些困難，以促進機構股東之治理功能，為本文所欲探討之第二個關鍵問題。故本文將於第四章就機構投資者之參與障礙為詳盡之分析，並聚焦於我國之情況。接著，分別於第五章與第六章評析現有之相關規範是否足以解決這些難題，最後提出可能之改革方向。

## 第二節、機構投資者之概念

形成問題意識後，首先，欲探討機構投資者之治理定位，應有必要先界定機構投資者之概念，以掌握本文分析之主體範圍。因此，本章節將從機構投資者之定義與類型開始，嘗試建構機構投資者之內涵。

### 第一項、機構投資者之定義

機構投資者一詞，雖表面上不難理解，但要清楚描述其定義卻有難度，有以機構投資者為規範主體之相關法規中，多是以列舉規定之方式界定其範圍，而未見明確之定義說明<sup>33</sup>。在探討機構投資者之相關文獻中，也多半跳過對其定義之描述，而直接進入特定類型之討論，可見該最上位之概念確實不易掌握。然本文認為，縱使機構投資者之定義可能廣泛而模糊，但試著勾勒一個相對清楚之輪廓將有助於

<sup>31</sup> Giovanni Strampelli, *Are Passive Index Funds Active Owners: Corporate Governance Consequences of Passive Investing*, 55 SAN DIEGO L. REV. 803, 804-805 (2018).

<sup>32</sup> Jennifer G. Hill, *Good Activist/Bad Activist: The Rise of International Stewardship Codes*, 41 SEATTLE U. L. REV. 497, 500-501 (2018).

<sup>33</sup> 例如境外結構型商品管理規則第3條第3項第1款，將專業機構投資人之定義列舉為「國內外之銀行、保險公司、票券金融公司、證券商、基金管理公司、政府投資機構、政府基金、退休基金、共同基金、單位信託、證券投資信託公司、證券投資顧問公司、信託業、期貨商、期貨服務事業及其他經本會核准之機構」；而槓桿交易商管理規則第14條第2項、銀行辦理衍生性金融商品業務內部作業制度及程序管理辦法第3條第1項第1款等規定中也有類似之列舉規範。



後續之分析，因此，本部分將從「機構」與「投資者」之面向切入，嘗試定義本文所欲探討之機構投資者概念。

### 第一款、機構之面向

機構投資者可拆解為「機構」與「投資者」兩個部分，這使本文能從這兩個方面觀察機構投資者之特徵。而首先，作為機構，能夠肯定機構投資者是屬於自然人以外之法律實體(legal entity)，這也是有關機構投資者類型之各種討論中少數可以確定之共同要件<sup>34</sup>。然而，法律實體之概念相當廣泛，這表示機構投資者具有各種不同的法律形式，包含公司法人<sup>35</sup>、有限合夥<sup>36</sup>或是政府機構<sup>37</sup>等，彼此間仍有相當之差異。

### 第二款、投資者之面向

在確定機構投資者為法律實體後，接著本文從投資者之角度進一步歸納機構投資者之特徵。投資的概念相當廣泛，可泛指以資金或財物，直接或間接投入生產活動，以獲得報酬為目的之行為，而若參照公司法第 13 條對公司轉投資限制之規定，法條與主管機關將轉投資之概念定義為公司成為他公司之股東<sup>38</sup>或合夥事業之合夥人，不論其是以長期投資為目的或僅追求短期利潤均屬之<sup>39</sup>。但若以此標準來定義，將使所有持有他公司股份之法律實體均落入機構投資者之範疇，此顯然有涵蓋過廣的問題。而觀察我國相關法規下所列舉之機構投資者類型<sup>40</sup>，可以發現其主

<sup>34</sup> Mark Fenwick & Erik P. M. Vermeulen, *Institutional Investor Engagement: How to Create a 'Stewardship Culture'* 10 (Lex Research Topics in Corporate Law & Economics, Working Paper No. 2018-1, 2018).

<sup>35</sup> 我國大部分之機構投資者是以公司法人之形式組成，例如：銀行、保險公司與證券商等。而我國之證券投資信託公司本身雖為公司法人，惟其所發行之基金係以信託之方式運作。

<sup>36</sup> 舉例而言，美國之避險基金、私募股權基金多是以有限合夥之方式運作。

<sup>37</sup> 我國四大基金中的勞動部勞動基金運用局、行政院國家發展基金管理會及公務人員退休撫卹基金管理委員會皆屬於政府機構形式之機構投資人。

<sup>38</sup> 參照：經濟部(68)經商字第 40498 號函。

<sup>39</sup> 劉連煜(2018)，《現代公司法》，十三版，頁 109，臺北：新學林。

<sup>40</sup> 如前述境外結構型商品管理規則第 3 條第 3 項第 1 款所列舉之銀行、保險公司、證券商等業者，或是機構投資人盡職治理守則中所舉例之退休基金、投資信託公司、投資顧問公司等業者。

要指的是運用自有資金或受託資金進行一般投資業務或提供投資分析建議之業者，例如銀行、退休基金、投資信託公司或投資顧問公司等，而不包含本於經營策略之相互投資公司或是母公司持有子公司股份之情形<sup>41</sup>。換言之，作為投資人，機構投資者雖不須以投資為唯一之經營業務，但多數情況下指的是那些有將一般性投資視為主要業務之主體，而排除普通公司行號間的策略性持股。

綜上所述，吾人可以將所欲探討之機構投資者定義為，有運用固有或受託資金進行一般性投資業務之法律實體。雖這樣的定義仍顯廣泛，但能讓本文更聚焦於機構投資者之特徵。

## 第二項、機構投資者之類型與運作模式

描述機構投資者之定義後，本部分將以類型化之方式進一步將機構投資者分類，並概述其態樣與運作模式。

### 第一款、分類方式

機構投資者之型態相當多元，相關文獻與法規上也有許多不同之分類方式，這取決於其所著重之機構投資者面向為何。較常見之分類方式有以機構投資人所從事之業務性質為分類者，將其分類為銀行信託業、保險業、退休基金等類別<sup>42</sup>；亦有區分為國內與國外之機構投資者，此通常是關注於資金來源不同所蘊含之風險差異<sup>43</sup>；另有以機構投資者參與公司治理之模式做分類，視其參與被投資公司決策之積極程度或是參與策略進行區分<sup>44</sup>，這有助於立法者採取對應之激勵措施。而本文在此則參考我國機構投資人盡職治理守則之區分方式，將機構投資者本於運作模式分為資產擁有人(Asset Owners)與投資管理人(Asset Managers)進行討論<sup>45</sup>。採

<sup>41</sup> 余雪明(2000)，證券交易法，頁99，臺北：財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會。

<sup>42</sup> 參照：王育慧(2007)，〈機構投資人股東權之行使—以公司治理為中心〉，《政大法學評論》，第97期，頁144-145。

<sup>43</sup> 例如華僑及外國人投資證券管理辦法第3條中特別聚焦於外國機構投資人，並定義其概念。

<sup>44</sup> Fenwick & Vermeulen, *supra* note 34, at 12.

<sup>45</sup> 機構投資人盡職治理守則第一章。

此分類之理由有二，首先，該分類除有我國自律規範之依據外，歐盟於2017年修正之股東權利指令<sup>46</sup>以及英國之盡職治理守則<sup>47</sup>亦採取類似之分類方式規範機構投資者，可見其能較全面地掌握機構投資者之範疇；再者，該分類著眼於機構投資者與資金提供者之關係，這有助於界定相關治理架構之責任基礎。

## 第二款、資產擁有人

資產擁有人是指運用自有資金或集結客戶、受益人資金進行投資之機構投資者<sup>48</sup>。相較於投資管理人是受託管理客戶之資金，資產擁有人是使用自己持有之資產從事投資行為，該資產來源可能是其固有財產，例如一般之投資公司；亦有可能是向客戶集結而來，並通常對客戶另負有固定債務，例如銀行、保險公司與退休基金。須特別強調的是，資產擁有人之客戶(即資金提供者)，並不一定是以投資為目的提供資金，其對資產擁有人享有之債權亦不受其投資盈虧之影響。舉例而言，銀行之資金主要來自於存戶之存款，然存戶主要是本於寄託與收取利息之目的將資產存放於銀行，銀行投資之獲利與否皆不影響存戶對銀行本於消費寄託關係之債權；保險公司亦是如此，其資金來自於要保人繳納之保費，然要保人可能僅是出於保險之目的而不一定涉及投資，受益人本於保險契約之債權通常亦不因投資盈虧而有變動。而之所以允許此類資產擁有人使用客戶資金進行投資，主要是為了令閒置資產能有效利用，並為社會創造總體財富之公益考量。此外，資產擁有人除自己進行投資外，亦有可能委託投資管理人代為投資<sup>49</sup>，並一定程度上影響投資管理人之決策。

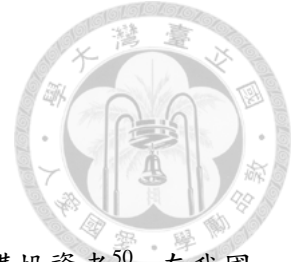
<sup>46</sup> Directive 2017/828, of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 Amending Directive 2007/36 as regards the Encouragement of Long-Term Shareholder Engagement, 2017 O.J. (L132/1) art. 1.

<sup>47</sup> U.K. STEWARDSHIP 2012, *supra* note 4, at 1.

<sup>48</sup> 機構投資人盡職治理守則第一章。

<sup>49</sup> U.K. STEWARDSHIP 2012, *supra* note 4, at 1.





### 第三款、投資管理人

#### 第一目、運作模式

投資管理人指的是協助客戶管理資金並進行投資運用之機構投資者<sup>50</sup>，在我國盡職治理守則之架構下又可細分為兩種類型。第一種是指客戶(即資金提供者)出於投資目的將資金委託給其管理，由該投資管理人本於專業能力代表客戶之利益進行投資行為<sup>51</sup>，資金提供者須承擔投資盈虧，投資管理人則依據管理之資產規模或投資之獲利向客戶收取一定報酬，如我國之證券投資信託業者、美國之私募股權基金；第二種則是單純提供客戶投資建議以換取報酬，本身並不受託管理資產之投資管理人，這在我國以證券投資顧問為主要類型。為避免論述上之混淆，本文以下所稱之投資管理人將專指第一種類型之投資管理人，第二種類型則直接以投資顧問為代表。

就第一種類型之投資管理人而言，其性質在於集合投資大眾之資金投資於金融商品，以達危險分散與專業化經營之目的<sup>52</sup>。就運作模式上，其特色是受託資產之所有權與管理權分離，亦即資金管理者並不親自持有資金提供者之資產，而是透過不同之方式將該資產另外獨立保管，目的是為了避免資金管理者違法濫用受託資金，並隔絕其破產之風險<sup>53</sup>，因此架構上形成投資人、資金管理者與資金保管者之三方關係。

若以組織型態來區分，投資管理人主要可分為公司制與信託制，公司制是先組成投資公司<sup>54</sup>，投資人以認購股份之方式成為公司股東，再由該投資公司與資金管

<sup>50</sup> 機構投資人盡職治理守則第一章。

<sup>51</sup> Directive 2017/828, of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 Amending Directive 2007/36 as regards the Encouragement of Long-Term Shareholder Engagement, 2017 O.J. (L132/1) art. 1.

<sup>52</sup> 林惠美(1995),《證券投資信託事業之發展與我國基金定型化契約及投資人保護關係研究》,頁15,私立東吳大學法律學研究所碩士論文。

<sup>53</sup> 王文宇(等著)(2016),《金融法》,九版,頁213,臺北:元照。

<sup>54</sup> 此處之投資公司並不限於公司法下之公司型態,亦可能包含有限合夥等商業組織(例如私募股權基金),此時出資者將成為該基金之有限合夥人,並由基金發起人成為普通合夥人,負責投資決策。

理者簽訂管理契約，由其代為管理資產與操作。此外，投資公司通常會將資產另交由獨立之保管機構保管，美國之共同基金即多以這種方式運作<sup>55</sup>；信託制(或稱契約制)則是由資金管理者發行受益憑證向投資大眾募集資金，並將募集到之資金以信託之方式交由資金保管機構保管，保管機構並依據資金管理者之指示進行投資操作，日本、韓國與我國之共同基金都屬於此種類型<sup>56</sup>。

## 第二目、我國法之規定

就我國情況而論，我國之投資管理人係以證券投資信託事業所發行之基金為主要類型，其與證券投資顧問一同受到證券投資信託及顧問法之規範。按該法之規定，證券投資信託係指向不特定人募集證券投資信託基金發行受益憑證，或向特定人私募證券投資信託基金交付受益憑證，從事於有價證券等相關商品之投資或交易<sup>57</sup>。從該定義可知，我國之證券投資信託法制是採信託制之型態運作，由經主管機關許可之證券投資信託事業<sup>58</sup>向投資人發行受益憑證以募集資金，並與信託公司或銀行等基金保管機構<sup>59</sup>簽訂證券投資信託契約<sup>60</sup>，由其依指示代為保管、處分該資金，投資人即為按該契約享有基金受益權之受益人<sup>61</sup>。此外，現行法下亦不排除成立公司制型態之投資管理業，我國之私募基金即係以此種方式運作。

至於證券投資顧問，如前所述，指的是直接或間接自委任人取得報酬，對有價證券等商品之投資或交易有關事項，提供分析意見或推介建議之業者<sup>62</sup>。雖本身並不直接進行投資操作，但鑒於其意見對投資人之影響力，對公司治理仍有相當之重

<sup>55</sup> 王文字(2018)，〈創投、私募與共同基金—法律架構停看聽〉，《會計研究月刊》，第388期，頁47-48。

<sup>56</sup> 參照：王文字(等著)，前揭註53，頁215；陳春山(2008)，《證券交易法論》，九版，頁222，臺北：五南。

<sup>57</sup> 證券投資信託及顧問法第3條第1項。

<sup>58</sup> 證券投資信託及顧問法第3條第2項及第63條第1項。

<sup>59</sup> 有關基金保管機構之定義，參照：證券投資信託及顧問法第5條第2款。

<sup>60</sup> 有關證券投資信託契約之定義，參照：證券投資信託及顧問法第5條第1款。

<sup>61</sup> 證券投資信託及顧問法第5條第3款。

<sup>62</sup> 證券投資信託及顧問法第4條第1項。

要性。而我國之證券投資顧問事業除經營證券投資顧問業務外，亦包含全權委託投資業務<sup>63</sup>，此係指對客戶交付或信託移轉之投資資產，除同樣為商品之交易分析與判斷外，並本於該判斷為客戶執行投資業務<sup>64</sup>。此種情況即與投資管理人相類似，進而使投資顧問業者在資本市場有一定之地位。

此二類機構投資者之特色為，其資金提供者是出於投資獲利之目的委託管理資產或尋求建議，有別於資產擁有人之投資與其客戶未有直接關聯，投資管理人須本於對受益人之責任選擇投資標的，並參與公司治理，投資顧問亦有責任忠實提供意見，因此有更高之規範必要與正當性。

### 第三目、員工持股信託

另一種特殊的投資管理人型態是我國近年來逐漸盛行的員工持股信託(Employee Stock Ownership Trust)，其係指同一企業之員工以取得或投資其所服務公司之股票為目的，共同組成員工持股信託委員會，由入會之員工授權代表人與金融機構信託部訂立信託契約，並同意公司定期從薪資所得中提撥一定比例之金額，加上公司所給予之獎勵金，一同匯入信託財產專戶，由受託之金融機構定期定額投資於該企業之股票，並依約定之目的為管理運用，當員工離職或退出信託時，則按比例將股票或折算之現金返還給員工<sup>65</sup>。此種員工持股信託之目的主要在於提供員工良好之退休保障，以達到企業留才、提升產能之效果，且由於該信託資金之運用係採取「滾入平均成本法」，以長期機械式連續、分批進行買入<sup>66</sup>，僅有當員工離職時才會領回股票，故屬於長期投資，有助於公司之股權穩定。

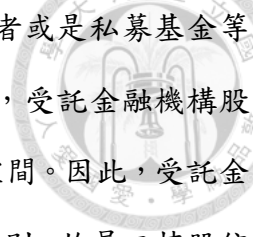
而在員工持股信託之架構下，係以受託之金融機構為該企業之名義上股東，行使表決權與提案權等股東權利，故本文將其歸類為廣義之投資管理人，惟與前述之

<sup>63</sup> 證券投資信託及顧問法第4條第3項。

<sup>64</sup> 證券投資信託及顧問法第5條第10款。

<sup>65</sup> 台灣金融研訓院編輯委員會(2008)，《信託業務入門及解析》，初版，頁425，臺北：財團法人台灣金融研訓院。

<sup>66</sup> 同前註，頁432。



一般投資管理者不同的是，其並不存在類似於證券投資信託業者或是私募基金等本於自身之專業性與裁量權協助客戶進行投資操作之中介機構，受託金融機構股東權之行使原則上均須遵照員工持股會決議之指示，並無裁量空間。因此，受託金融機構僅為單純之受託保管人，與本文所欲探討之機構投資者有別，故員工持股信託原則上不在本文之討論範圍內。然而，員工持股信託雖立意良善，但近年來也衍生若干公司治理之疑慮，包含員工持股會之委員多為公司經營團隊之代表，造成該持股常淪為其鞏固經營權之手段，以及目前相關規範與員工保護機制仍有欠缺等，均值得重視。

### 第三項、投資管理人之態樣

投資管理人常以基金之外觀被投資人所認識，以前述我國之信託制為例，證券投資信託業者向投資人募集或私募資金後，發行或交付受益人之受益憑證即為狹義上所稱之基金<sup>67</sup>。而基金視投資標的、經營模式、發行對象等不同而有各種類型，常見如指數型基金、貨幣市場基金或私募基金等均屬之<sup>68</sup>。而不同之投資管理業者可能發行同種或不同種之基金，同一投資管理業者亦可能發行數檔不同類型之基金。此外，投資管理人根據投資策略之不同可概括區分為被動型投資管理人與主動型投資管理人，該分類對其後續公司治理角色之定位具有重要意義，故本部分以此進一步描述投資管理人之態樣。

#### 第一款、被動型投資管理人

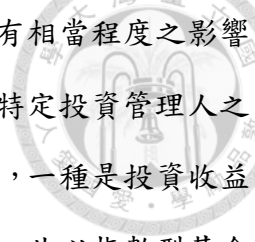
投資管理人根據其投資策略將受託資金投資於特定公司之股份而成為被投資公司之股東<sup>69</sup>，進而享有股東權力，而由於投資管理人是匯集投資人之資產進行投

---

<sup>67</sup> 惟證券投資信託業者所發行之受益憑證僅為基金之其中一種形式，除了投信業者外，以公司制運作之私募基金等業者亦可發行以股份為形式之基金。

<sup>68</sup> 須注意者，退休基金與主權基金屬資產擁有人，非投資管理人。

<sup>69</sup> 基金之投資標的不一定是股票，亦可能包含債券、銀行存款、短期票券等，如債券型基金、貨幣市場基金等，但投資於股權以外標的之共同基金對公司治理之影響有限，因此本文不列為討論對象。此外，投資管理人嚴格上是否為被投資公司之股東可能有疑慮，因其是受託管理客戶之資金進行投資，故該等客戶才是股份真正的出資者，然而，由於我國仍是由投資管理人行使對被投資公司之投



資，其通常具有一定比例之持股規模，因此對被投資公司之經營有相當程度之影響力。然而，這並不代表其會積極地參與該公司之決策，這取決於特定投資管理人之經營策略。而被動型投資管理人之投資策略主要可分為兩種類型，一種是投資收益以複製現有股票表現為目標，較不仰賴專業經理人之主觀判斷<sup>70</sup>，此以指數型基金為代表；另一種則是透過專業經理人之策略選股，在市場上尋找有潛力之標的進行投資，從而獲取利潤之基金類型，這一般指的是非指數型之其他狹義共同基金 (mutual fund)<sup>71</sup>。此二者共通之特色為，其往往不會主動參與公司經營，而是將獲益寄託於整體市場與特定公司之股票表現。除此之外，被動型投資管理人之特性通常亦包含匯集小額投資人之資金(具有較小的最低投資額限制)、向不特定人公開發行、槓桿率較低、費率較便宜、投資多樣化、對被投資公司之持股較低(通常在 5% 以下)等<sup>72</sup>。美國的三大投資管理公司 BlackRock、Vanguard 和 State Street(即俗稱之三巨頭)即屬於此種類型，此亦是我國目前主要之投資管理人型態<sup>73</sup>。以下即介紹幾種常見的被動型投資管理人之基金類型：

### 第一目、股票型基金

股票型基金指的是基金以股票為主要之投資標的，根據我國證券投資信託基金管理辦法之規定，其投資股票總額須達基金淨資產價值百分之七十以上<sup>74</sup>，而此類基金主要由專業經理人進行操盤，在市場上尋找適合之個股進行買賣，從而獲取利潤。

---

票權、提案權與訴訟權等股東權利，因此本文在論述上即統一將投資管理人視為被投資公司之股東。

<sup>70</sup> Jan Fichtner et al., *Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk*, 19 BUS. & POL. 298, 299 (2017).

<sup>71</sup> 廣義的共同基金可泛指投資管理人所發行之所有基金型態，故亦可包含私募股權基金、避險基金等由主動型投資管理人所發行之基金；狹義之共同基金則主要指以被動投資策略為運作模式之基金類型，像是股票型基金、指數型基金等，而本文所談及之共同基金均指狹義之共同基金。

<sup>72</sup> Alan L. Kennard, *The Hedge Fund versus the Mutual Fund*, 57 TAX LAW. 133, 133 (2003).

<sup>73</sup> 按我國證券投資信託業者所發行之基金觀察，可知其主要屬於被動型之投資管理人。

<sup>74</sup> 證券投資信託基金管理辦法第 25 條。



## 第二目、指數型基金

指數型基金指的是將基金全部或主要部分之資產投資於指數成分證券，以追蹤、複製標的指數之表現<sup>75</sup>。亦即並非透過專業經理人選擇投資標的，而是根據市場指數調整其成分股，使基金績效盡可能與指數一致，獲利與否取決於大盤之走勢，風險較低。此外，其投資組合原則上是一開始就根據相關指數進行配置，故不論該指數後續之表現如何，其皆不能任意調整投資標的，換言之，指數型基金無法輕易買賣所持有之股票。

## 第三目、股票指數型基金

指數股票型基金即所謂的 ETF (Exchange Traded Fund)，與指數型基金相同，都是追蹤、模擬或複製標的指數之表現，差別在於指數股票型基金可在證券交易市場交易<sup>76</sup>，買賣方式類似於股票，因此有較高之流動性，交易成本亦較低。

## 第二款、主動型投資管理人

主動型投資管理人係指對於基金管理採取積極投資策略之業者，其亦會聘請專業之經理人，藉由行使投資裁量權尋找市場上之潛力個股進行投資，藉以獲得收益。但與被動型投資管理人不同的是，其通常會透過積極干預被投資公司之經營決策，以提升其股價表現，從而追求更高之回報，吸引投資人加入。但相對地，其往往亦具有較高之風險，也收取較高之費用。而不同於指數型基金通常被鎖定在其投資組合當中，主動型投資管理人既可自由選擇投資標的，亦可在個股表現不如預期時透過賣出股票來離開。此外，由於主動型投資管理人主要是針對個別公司進行投資與干預，其投資範圍不如被動型投資管理人來的多樣化，但也因此對被投資公司有相對較高之持股比例。以下簡介幾種常見的主動型投資管理人之基金類型：

<sup>75</sup> 證券投資信託基金管理辦法第 32 條。

<sup>76</sup> 證券投資信託基金管理辦法第 37 條。



## 第一目、私募股權基金

私募股權基金(private equity fund)係指不公開發行，而透過向特定投資人私募之方式匯集資產，且採取主動投資策略之基金，其常具有特定性、閉鎖性與量身訂作性等特點<sup>77</sup>。而私募股權基金通常投資於價值被市場低估之成熟企業，多半具有一定規模但績效不佳，其藉由買進相當比例之股份或槓桿收購<sup>78</sup>後取得該公司之經營權，進而改善其體質並加以整頓，再尋求股價之高點賣出獲利。而與一般基金不同，私募股權基金通常設有 8 至 12 年之存續期限，並於期限屆至時進行清算<sup>79</sup>。而由於私募股權基金之投資人具有一定財力或專業性，故各國在監理上多採取較低之保護密度。另外，就組織型態上，國際間之私募股權基金多採有限合夥之方式設立<sup>80</sup>，而值得注意的是，我國於 106 年 8 月正式開放投信事業得轉投資子公司設立有限合夥型態之私募股權基金，並擔任其普通合夥人<sup>81</sup>，期能藉此跟上國際潮流，增加投資管理業之規模以促進經濟發展，國泰投信於 108 年成立之「國泰永續私募股權基金有限合夥」即屬法規開放後之代表性案例<sup>82</sup>。

## 第二目、避險基金

避險基金亦是採取向特定人私募之型態，因此屬於廣義之私募基金，組織上通常亦採取有限合夥之方式，惟其投資策略與上述之私募股權基金略有不同。避險基

<sup>77</sup> 王文宇(等著)，前揭註 53，頁 226。

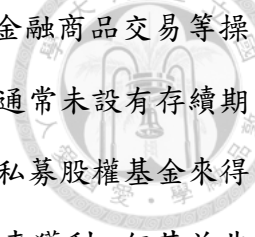
<sup>78</sup> 槓桿收購是私募股權基金常見之投資策略，其係指基金管理人選定收購目標後，先設立一家控股公司，並以該公司之名義向銀行等信貸機構進行融資，以取得收購之資金，待收購完成並取得目標公司之控制權後，再使其與該控股公司合併，並以目標公司為存續公司，從而控股公司之融資債務即轉變為目標公司之債務。私募股權基金藉由此種策略，以相當低的成本完成收購，因此最後若能成功出售或上市，其報酬率相當高，但此種強迫目標公司承擔收購成本之方式也引發許多批評。參照：王文宇(2009)，〈私募股權基金與有限合夥／日無私照—論私募股權基金的蛻變〉，《台灣法學雜誌》，第 128 期，頁 20-21。

<sup>79</sup> 陳民強、詹致璋(2017)，〈私募股權基金的架構及運作〉，黃日燦(主編)，《私募股權基金剖析：從國際到台灣本土》，頁 1-2，臺北：台灣併購與私募股權協會。

<sup>80</sup> 王文宇，前揭註 55，頁 49-50。

<sup>81</sup> 參照：金融監督管理委員會(106)金管證投字第 1060009113 號令及金管證投字第 10600091131 號令。

<sup>82</sup> 工商時報(19/02/2019)，〈投信跨足私募股權基金「今年是 PE Fund 元年」〉；經濟日報(26/11/2018)，〈投信跨足私募股權基金 國泰投信子公司搶頭香〉。



金除一般買入策略外，亦從事放空、高度槓桿交易以及衍生性金融商品交易等操作，藉由各種投資組合避開市場波動之風險<sup>83</sup>，以追求獲利。其通常未設有存續期間之限制、每年進行清算且投資人每月有贖回之機會<sup>84</sup>，因此較私募股權基金來得更短期。除此之外，雖避險基金也是透過提升被投資公司之績效來獲利，但其並非像私募股權基金般以取得經營權為手段，而是藉由足夠比例之持股取得參與公司決策之權力，並適時地與其他避險基金合作，一同干預被投資公司之經營<sup>85</sup>。另須為說明的是，我國之證券投資信託基金在證券投資信託基金管理辦法之規定下，其投資範圍受有諸多限制<sup>86</sup>，且該法規定基金投資時應以現款現貨交易<sup>87</sup>，不得進行融資融券等信用交易，導致其不得以賣空進行避險或投機操作，因此無法採取類似避險基金之運作模式<sup>88</sup>。而雖然避險基金近年來在國際上相當熱絡，在我國之發展卻較不顯著。

### 第三節、機構投資者之市場占比與參與方法

界定機構投資者之概念後，接著，本部分將調查目前機構投資者之持股與市場占比，並特定出我國主要之機構投資者類型，以強調其對資本市場之重要性，並作為後續討論我國機構參與之議題時主要聚焦之對象。此外，本節亦將介紹機構投資者參與經營之主要手段，以說明其如何影響公司治理。

#### 第一項、機構投資者之持股與市場占比

##### 第一款、國際趨勢

自 1990 年代以來，機構投資者在全球上市公司中的持股比例顯著增加，逐漸

<sup>83</sup> Kennard, *supra* note 72, at 135.

<sup>84</sup> 彭德明(2007)，〈避險基金的運作及其對系統性危機的涵義〉，《中央銀行季刊》，第 29 卷第 4 期，頁 50。

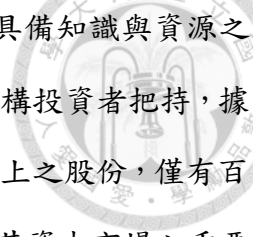
<sup>85</sup> John C. Jr. Coffee & Darius Palia, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, 41 J. CORP. L. 545, 549 (2016).

<sup>86</sup> 參照：證券投資信託基金管理辦法第 8 條。

<sup>87</sup> 參照：證券投資信託基金管理辦法第 5 條。

<sup>88</sup> 王文宇(等著)，前揭註 53，頁 229。





取代個人投資者在資本市場中的主導地位，使企業股權集中在具備知識與資源之專業機構手中。以美國為例，絕大多數公司之股份目前主要由機構投資者把持，據統計，在百分之 72 的美國公司中，機構投資者持有百分之 50 以上之股份，僅有百分之 9 的公司機構投資者之持股不達百分之 25<sup>89</sup>，機構法人對其資本市場之重要性可見一般。歐洲地區亦可見類似的股權占比，其中英國的情況更顯懸殊。據脫歐公投前之調查，其國內外之機構法人持有英國上市公司近百分之 90 之股份<sup>90</sup>，雖外資於公投後有撤出之趨勢，但仍可藉以觀察近代投資模式之轉變，傳統零散而獨立之散戶投資者逐漸式微，擁有雄厚資本之投資公司與專業的投資管理業者已在新興證券市場上嶄露頭角。

## 第二款、我國現狀

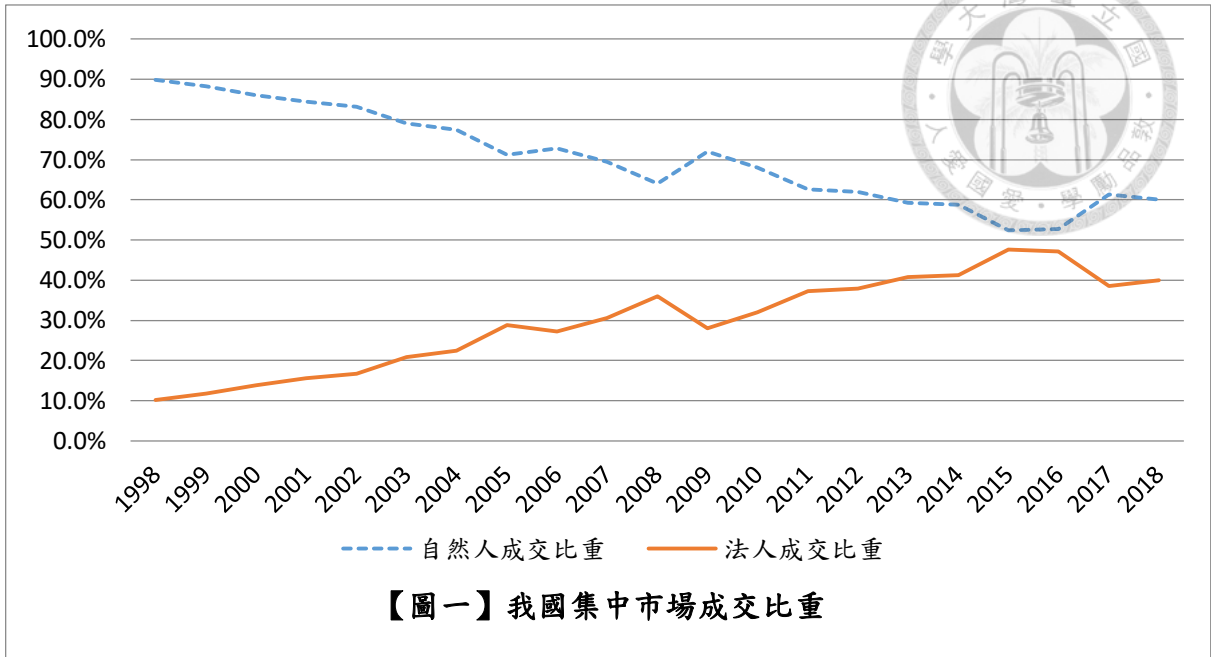
我國的資本市場向來以散戶投資人為主要之參與者，與英美等國以法人為重之市場結構有所不同，但近年來機構投資者之市場占比有逐年提升之趨勢，這可以從以下數據進行觀察。首先，以我國集中市場之成交比重為依據，1998 年時，自然人投資人之成交比重為 89.8%，法人投資人則僅有 10.2%，但至 2018 年 12 月時，自然人投資人之成交比重已降至 60%，法人投資人則上升至 40%<sup>91</sup>，可以發現近二十年來我國之市場結構已發生重大變化。其次，若從我國上市公司之資本來源觀察，1998 年時，自然人投資人之占比為 59.64%，法人投資人則為 43.36%，而至 2018 年時，自然人之占比已降為 35.81%，法人則提升至 63.95%<sup>92</sup>，可以見得，我國之資本占比同樣呈現法人化之趨勢。

<sup>89</sup> Scott Hirst, *The Case for Investor Ordering*, 8 HARV. BUS. L. REV. 227, 242 (2018).

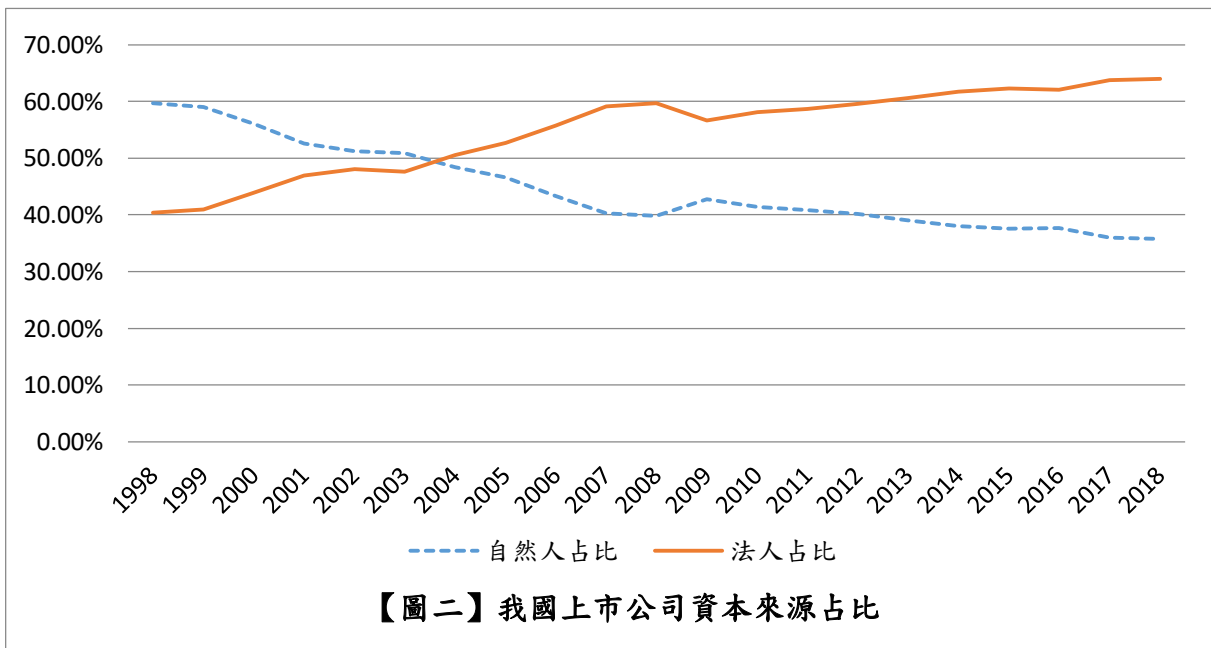
<sup>90</sup> Arad Reisberg, *The UK Stewardship Code: On the Road to Nowhere*, 15 J. CORP. L. STUD. 217, 232-233 (2015).

<sup>91</sup> 臺灣證券交易所投資人類別集中市場成交比重統計。

<sup>92</sup> 臺灣證券交易所歷年上市公司資本來源統計表 2018 年年報。



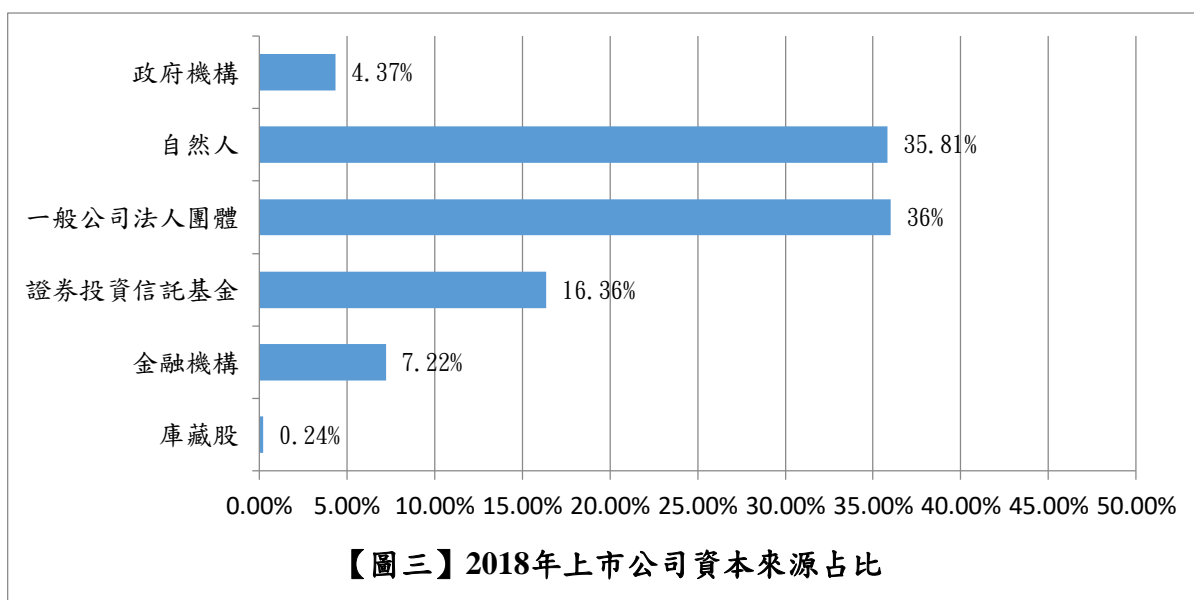
資料來源：臺灣證券交易所投資人類別集中市場成交比重統計



資料來源：臺灣證券交易所歷年上市公司資本來源統計表 2018 年年報

而若進一步就法人投資人之組成進行分析，以 2018 年為準，政府機構占我國資本來源之 4.37%，金融機構占 7.22%，證券投資信託基金占 16.36%，至於一般公司法人團體則占 36%，由此可知我國市場之法人結構主要以證券投資信託基金與

一般公司法人為主。前者當屬典型之機構投資者，除其持股比率近年來穩定上升外<sup>93</sup>，若從我國投信投顧業所管理之資產規模觀察，亦可發現其管理之資產數額逐年上漲，從 2006 年 12 月管理資產總額少於 3 兆元，至 2019 年 10 月已突破 5.8 兆元<sup>94</sup>，足見國人之投資習慣已逐漸從個別投資轉向委託專業機構進行管理；至於後者之一般公司法人中，按前述對機構投資者之定義，本文主要僅關注於一般投資公司之治理問題。綜上，可概略將我國主要之機構投資者類型聚焦於證券投資信託基金與一般投資公司，而我國之投資信託基金則主要屬於被動型投資管理人。



資料來源：臺灣證券交易所歷年上市公司資本來源統計表 2018 年年報

## 第二項、機構投資者之參與方法

承前所述，機構投資者之興起使股權重新集中，政策趨勢因而鼓勵機構股東積極投入盡職治理活動，期改善企業之經營體質。而進一步言之，在機構投資者與被投資公司之接觸層面，其以如何之方式參與公司經營，並如何影響公司治理，將是未來政策形成之觀察重點。有學者指出，股東能透過「發聲」(voice)與「退出」(exit)

<sup>93</sup> 據統計，1998 年時，證券投資信託基金占我國上市公司資本來源之比重僅有 2.78%，但 2018 年時已攀升至 16.36%。參臺灣證券交易所歷年上市公司資本來源統計表 2018 年年報。

<sup>94</sup> 中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會境內外基金資產總額統計資料。

在公司治理中發揮作用<sup>95</sup>，故本節即以此為分類標準，詳述機構投資者參與企業經營之方式。



### 第一款、機構投資者之發聲

所謂「發聲」係指機構股東透過各種方式與經營階層進行直接的互動或干預，藉以表達特定訴求，並一定程度上影響公司決策之形成，為股東行動主義之主要手段。具體而言，機構股東之聲音可藉由表決權與提案權之行使、私下對話或公開呼籲等方式傳達，以下分述之。

#### 第一目、行使表決權

表決權之行使為傳統上股東參與公司經營最直接之方式，亦是影響公司治理之重要手段，惟在我國公司法之規定下，股東得行使表決權之範圍受到法規與章程之限制<sup>96</sup>。除章程另有規定外，股東主要就公司重大事項之決策，如董監事選舉、章程變更與增減資等；以及牽涉董事利害衝突之事項，如競業許可與歸入權之行使等議案有決定權，至於公司之日常經營仍由董事會主導。

#### 第二目、股東提案權

為便利股東參與公司經營，落實企業民主，公司法賦予股東有提出股東常會議案之權利，以加強其表達意見之權能<sup>97</sup>。而 2018 年修法後，除如前述增訂電子提案之方式以及明文要求董事會應列入議案之情形等強化股東保障之條文外，亦配合公司社會責任之成文化，新增股東提案若係為促進公共利益，董事會仍得列入議案之規定<sup>98</sup>。在此之前，股東之提案因受限於股東會所得決議之事項，故範圍仍受章程與法規之限制，至於無拘束力之建議性提案，如改善員工權益、落實永續發展

<sup>95</sup> Alex Edmans & Clifford G. Holderness, *Blockholders: A Survey of Theory and Evidence* 1 (European Corporate Governance Institute (ECGI) – Finance, Working Paper No. 475, 2016).

<sup>96</sup> 公司法第 202 條。

<sup>97</sup> 公司法第 172 條之 1 第 1 項。

<sup>98</sup> 公司法第 172 條之 1 第 5 項。

等議題可否提出即滋生爭議<sup>99</sup>。此次修法允許股東提出此類公益性提案，除有助於社會責任之實現外，亦使股東得藉提案向其他股東表達想法與交流，尤其對機構投資者而言，其更能藉此向經營者傳達聲音，並與其他股東凝聚共識，發揮對治理之影響力。

### 第三目、參與競選董監事

機構股東除得藉由表決權之行使影響董事會與監察人之組成外，其本身亦得參與競選董事或監察人，以進入公司內部之方式掌握營業資訊，並直接參與決策之作成。而在我國公司法之規定下，機構股東除得自己出任董監事，並指派代表人行使職務外<sup>100</sup>，亦得由代表人當選董監事，代表人有數人時，得分別當選<sup>101</sup>。換言之，機構股東在持股規模足夠之前提下，將可指派數名代表人搶占董事會之複數席次，藉以對公司經營取得更大之影響力。

### 第四目、股東訴訟

除前述權利外，公司法亦保障股東有對董事及監察人提起訴訟之權能，以捍衛其自身與公司之利益。而股東之訴訟權主要表現在公司法第 200 條之裁判解任董事與第 214 條之股東代表訴訟上(監察人透過第 227 條準用之)，前者係指當董事或監察人有重大損害公司之行為或違反法令章程時，在股東會未為決議解任之前提下，持股 3%以上之股東得訴請法院為裁判解任。後者則是賦予一定期間內持股達一定比例之股東在請求監察人向董事提起訴訟未果時<sup>102</sup>，有自己為公司提起訴訟之權利。須為說明的是，在公司法 2018 年之全盤修正中，將第 214 條之持股期間由一年縮短為 6 個月，並將持股比例由 3%降為 1%，以放寬提起代表訴訟之門檻。

<sup>99</sup> 新法修正前，有論者認為按條文文義，凡法律或章程未規定屬於股東會權限之議案，股東均不得提出；亦有見解認為只要是非專屬於董事會決議之事項均得提出，僅是有無拘束力之問題。參照：王文宇，前揭註 16，頁 388。

<sup>100</sup> 公司法第 27 條第 1 項。

<sup>101</sup> 公司法第 27 條第 2 項。

<sup>102</sup> 按公司法第 227 條之規定，若是要向監察人提起訴訟，則應先向董事會為書面請求。

此外，新法亦增訂該訴訟裁判費超過 60 萬元之部分暫免徵收之條文，並明訂法院得依聲請為原告選任律師為訴訟代理人，皆係為股東訴訟創造更加便利之環境<sup>103</sup>。



#### 第五目、私下對話

表決權、提案權與股東訴訟等皆為法制上既有之參與手段，但除此之外，機構投資者亦可能透過與經營者私下對話之方式參與公司治理。公司與股東之對話並非新穎，在傳統之投資者關係下，經營者常藉由發布新聞稿、定期報告等方式向股東傳達訊息，亦透過召開法人說明會、電話諮詢等方式與股東交流，這種單向或雙向溝通之目的在於為公司股價提供正確的市場估值<sup>104</sup>。然機構投資者行動主義所關注的股東對話與傳統不同，其不僅是為了促進股票估值，而是更著重於向經營階層傳達對公司治理與決策之觀點，並試著影響企業走向。這種對話通常針對具體事件，涉及主管高層，且私下進行。只有當私下對話無法取得成效時，機構股東才會考慮採取更積極之公開手段，如表決權或提案權之行使。而鑒於機構股東之持股規模，經營者通常會對其意見做出回應，並自發性的改變策略。

#### 第六目、公開表示意見

另一種介於私下對話與行使股東權間的非正式手段是公開表示意見，機構投資者有時會公開表示其重視之治理政策，以鼓勵想要吸引投資之企業自主改善經營。而若已列為投資組合之公司表現不佳時，機構股東亦可能透過社群媒體公開發聲，以吸引其他股東關注，並藉此向經營階層施壓。而同樣地，被投資公司通常會重視其意見。以美國機構投資人公會(Council of Institutional Investors)為例，該團體由 100 個以上之機構會員組成，持有美國上市公司股票之市值達一兆美元以上，其會定期評估上市公司之績效，並公布績效不佳之公司名單，以傳達對治理表現之

<sup>103</sup> 參公司法第 214 條之修正理由。

<sup>104</sup> Giovanni Strampelli, *Knocking at the Boardroom Door: A Transatlantic Overview of Director-Institutional Investor Engagement in Law and Practice*, 12 VA. L. & BUS. REV. 187, 193-194 (2017).

疑慮<sup>105</sup>。

## 第二款、機構投資者之退出

所謂「退出」係指當公司股價表現不如預期時，機構投資者選擇直接將持股賣出，以求減少損失，比起行動主義，此顯然是更容易且消極之方法。然有論者指出，機構股東亦可透過退出之威脅影響被投資公司之治理<sup>106</sup>。理由在於，若機構股東將大部分之持股售出，將對股價造成負面影響，亦有害於經營團隊之形象，因此經營者有誘因確保其決策得到機構股東之支持。而退出與發聲應為互補之機制，發聲通常發生於潛在的退出之前，而退出之威脅亦能確保發聲之有效性<sup>107</sup>。此外，並非所有機構投資者都能透過退出進行干預，對於指數型基金等被動型基金而言，其被鎖定於固定之投資組合當中，故無法藉由退出之威脅向公司施壓，這對其治理功能具有重要之影響。



<sup>105</sup> 鄧學修(2008)，〈美國退休基金機構參與公司治理之探討〉，《經濟研究年刊》，第8期，頁277。

<sup>106</sup> Edmans & Holderness, *supra* note 95, at 5.

<sup>107</sup> Fichtner et al., *supra* note 70, at 307.



### 第三章、機構投資者之公司治理定位

在前述章節中，本文表明機構投資者已在資本市場佔有一席之地，並得利用不同之參與方式影響公司治理，而各國之政策趨勢也傾向鼓勵這種參與。而若欲評析該等政策走向並促進機構投資者規範之形成，毋寧有必要探討一個最核心之議題，即機構投資者之公司治理定位為何。究竟其在現今之治理環境下能扮演何等角色，與傳統之自利股東有何不同，又應如何處理與利害關係人權益之可能衝突，為本章所欲探討之主旨。故本部分將從公司治理之目的與手段出發，爬梳股東與利益相關者辯論下之治理難題，及其如何反映在對股東行動主義之擔憂上，最後透過折衷治理模式之提出，以試著在其中掌握機構投資者之動態位置。

#### 第一節、 公司治理之目的與溯源

##### 第一項、 公司治理的兩個設問

公司治理係指涉及企業經營階層、董事會、股東與其他利害關係人之間一系列關係之架構，並可透過此種機制確定公司之目標，以及實現該等目標和監督營運績效之方法<sup>108</sup>，其牽涉公司中所有主要構成員間利益、成本與風險之相互制衡<sup>109</sup>。具體而論，公司治理嘗試回答兩個基本問題，第一，公司治理之目的，亦即公司應是為了誰的利益而管理；第二，公司治理之方式，亦即公司應由何人以如何之方式來進行管理<sup>110</sup>。

與公司治理相關之探討可說皆是圍繞在這兩個設問下之延伸，第一個問題決定了公司決策之目標，同時影響經營者受託人責任之內涵；第二個問題則確立公司之決策規則，並左右立法政策之形成。而有關股東與利害關係人之辯論為這兩個問題之答案提供了基本的立場，析言之，在公司之目的上，提倡股東優先原則之論者

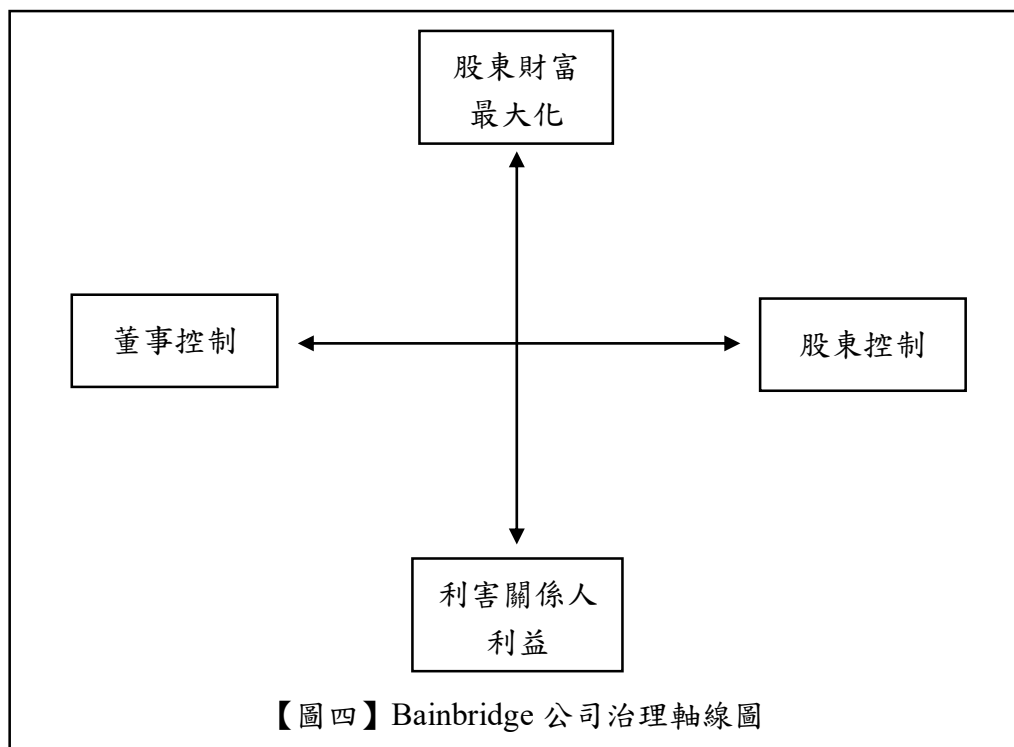
<sup>108</sup> ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (“OECD”), G20/OECD PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE 9 (2015).

<sup>109</sup> 易明秋，前揭註 11，頁 1。

<sup>110</sup> Tan, *supra* note 10, at 170.



主張公司應主要為了股東之利益而管理，利害關係人理論則強調公司應平衡考量所有利害相關者之利益；而治理方法受目的所影響，形成董事與股東的決策權之爭，主張股東優先原則之論者支持應賦予股東對公司更大的控制權，而主張利害關係人理論者則認為董事應有不受股東干涉之裁量權，以平衡各方之利益做出決策。在此本文引用 Bainbridge 教授有關公司治理方法與目標的軸線圖說明此一概念<sup>111</sup>：



【圖四】Bainbridge 公司治理軸線圖

資料來源：Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*

在該圖中，縱軸表示公司治理之目的，橫軸表示公司決策權之中心，有關公司治理之各種理論應可在該圖上找到相應之位置。在後續的論述中，除股東優先與利害關係人理論的立場外，本文也將以此圖說明機構投資者之定位。

## 第二項、股東與利害關係人辯論之溯源

誠如前述，審視股東與利害關係人之辯論能為公司治理的關鍵問題提供切入

<sup>111</sup> Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 *Nw. U. L. Rev.* 547, 547-548 (2003).

角度，而社會對於公司本質與公司法目的之不同觀點可作為論辯之源頭，影響其核心理念之形成。析言之，若肯認公司法應以實現經濟效率為本旨，則保護股東利益之最大化或許是唯一正解，然若認為所有法律皆應本於公平正義之追求，相對弱勢之利害關係人即應在公司法下取得一定之地位。

以上述觀點為發軔，股東與利害關係人之辯論最早始於 1930 年代 Adolph Berle 與 E. Merrick Dodd 之爭論。在經濟大恐慌之背景下，促使人們重新思考公司之角色，Berle 認為在經營所有分離之趨勢下，法律應使經營者只對股東負有受託人責任，其決策應以股東利益為主要考量<sup>112</sup>。Dodd 則主張大型公司對公共具有影響力，故經營者不應僅考量股東利益，也應承擔一定之社會責任<sup>113</sup>。股東優先原則在 Dodge v. Ford Motor Co. 案中受到支持，而利害關係人與企業社會責任之論點亦在 Smith v. Barlow 案中<sup>114</sup>。該爭論直到今日仍互有消長，影響各國法規範之形成。

OECD 於 2004 年修正之公司治理原則中，分別強調公司應重視股東權益之保障與利害關係人之利益<sup>115</sup>，國內學者亦普遍將此二者列為公司治理之具體方針，並於近年來積極投入利害關係人之保護<sup>116</sup>，此亦可於公司法之修正中初見端倪。而在機構投資人興起所帶動股權集中化之今日，該辯論是否再興波瀾，可能是作為審視機構股東治理定位之基礎。

## 第二節、股東優先原則

<sup>112</sup> A. A. Berle Jr., *For Whom Corporate Managers are Trustee*, 45 HARV. L. REV. 1365, 1368 (1932).

<sup>113</sup> E. Merrick Dodd Jr., *For Whom are Corporate Managers Trustee*, 45 HARV. L. REV. 1145, 1162-1163 (1932).

<sup>114</sup> See *A. P. Smith Mfg. Co. v. Barlow*, 13 N. J. 145, 98 A.2d 581 (1953). 本案中股東以 Smith 公司為被告，主張其在未經章程允許下對大學之捐贈行為違法，然最高法院認為該行為有助於提升公司社會形象，改善經營環境，對公司發展有利，因此並不違法。法院並於 dicta 表明，公司除追求股東利益外，應善盡社會責任。

<sup>115</sup> See ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (“OECD”), OECD PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE 18-21 (2004).

<sup>116</sup> 劉連煜，前揭註 39，頁 19。



## 第一項、理論內涵

股東優先原則(shareholder primacy)之內涵前已多有著墨，在此僅概要將其論點整理如下：第一，公司之目標是最大化股東財富，須合先敘明的是，標準的股東優先原則同樣肯認其他利害關係人利益之重要性，亦強調公司應遵守法律與倫理規範，其僅是主張應優先考量股東<sup>117</sup>；第二，公司最終應由股東所控制，而由股東所委任之人管理，例如董事；第三，股東是經營者負有受託人責任之對象，而非其他利害關係人，故其應主要為股東利益行事<sup>118</sup>。以上開論點為據，可將股東優先原則置於Bainbridge教授圖中的第一象限。

## 第二項、論據與回應

如前所述，對公司本質與公司法目的之不同觀點可能是形成股東與利害關係人理論之溯源，但鑒於此未有完善而統一之立論，學者們試圖提出其他論據，作為擁護股東或利害關係人之理由。以下本文即從股東優先原則開始，分述這些論點並以現代視角提出回應。

### 第一款、股東是公司所有人

支持股東至上的一個論點是，股東擁有對公司及其資產之所有權，因此公司應為股東利益而經營，股東也應有權控制公司，該理論將企業視為股東之私有財產，故追求其他利益是不合理的<sup>119</sup>。這種想法之基礎是股東擁有某些所有權的基本特徵，包含對公司之決策權以及獲得盈餘之權利，這是其他公司參與者所沒有的。而若從經濟分析之角度，有論者主張，由於公司的本質是契約，而在契約很可能是不完整之前提下，將股東視為公司所有者而控制契約未明訂之資產權利，將最能有效

<sup>117</sup> 同前註，頁45-46。

<sup>118</sup> Henry Hansmaan & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 GEO. L.J. 439, 440-443 (2001).

<sup>119</sup> Elaine Steinberg, *The Defects of Stakeholder Theory*, 5 CORP. GOVERNANCE: INT'L REV. 3, 6 (1997).

減少機會主義與交易成本<sup>120</sup>。

從歷史脈絡觀察，將股東視為公司所有人之觀點可追溯至合夥法時代，此時公司被視為個人之集合，不具有獨立之法人格，股東將資產投入，完全掌控經營並承擔風險與責任，因此很容易將公司理解為其私人財產。然而，在公司法興起後，本於公司法人格與有限責任之特徵，股東對公司之控制與風險大幅減少，私有財產的觀點開始受到質疑<sup>121</sup>。而在現代資本市場之結構下，股東大多持有多元化之投資標的，他們與公司之生產過程相距甚遠，對經營管理亦普遍不感興趣，其更多僅是單純的資本提供者，不再具有所有人之樣貌<sup>122</sup>。

現今多數學者認為，股東對公司與公司之資產並無所有權，所有權之概念包含了擁有、使用、管理、拋棄與處分等諸多權利，其中最能體現其本質的是所有權之排他性，即排除他人干涉之權利，而股東對公司或其資產皆不具有此種排他權，縱使股東具有公司重大事項之決策權，也無法與所有權畫上等號<sup>123</sup>。股東擁有的僅是對股份之所有權，及其附隨而來之權益，但這並不包含擁有公司資產。而在肯認公司為獨立法人實體之前提下，真正擁有公司資產的即是公司本身<sup>124</sup>。此外，公司既為企業中各種資本提供者契約關係之聚集，其自始就無法被擁有。最後，即便將股東視為所有人有其經濟上之誘因，但有論者認為，在進行法律經濟分析時，比起經濟效率，優先事項應是確保政策能符合正義。而縱以效率為優先，分析過程亦不應混淆法律用語之涵義<sup>125</sup>。

## 第二款、盈餘收取權與默示之契約

支持股東優先原則的另一個論據是，股東作為公司盈餘之收取權人，公司應追

<sup>120</sup> Birkmose, *supra* note 29, at 619-620.


<sup>121</sup> See David Wood, *Whom Should Business Serve?*, 14 AUST. J. CORP. L. 262, 276 (2002).

<sup>122</sup> Tan, *supra* note 10, at 175-176.

<sup>123</sup> Alfonso Martinez-Echevarria y Garcia de Dueñas, *The Nature of Shareholding and Regulating Shareholders' Duties* 40 (Nordic & European Company Law, Working Paper No. 18-08, 2016).

<sup>124</sup> Birkmose, *supra* note 29, at 625-627.

<sup>125</sup> Dueñas, *supra* note 123, at 38-39.



求股東利益最大化是一種默示的契約條款。詳言之，公司係各方契約關係之連結，其中包含明示與默示之契約，明示契約像是員工之僱傭契約、供應商之債權契約等，而股東在法律上享有盈餘之收取權，其利益卻不受明示契約之保護，因此，公司應存在一個追求股東利益最大化之默示契約條款，股東才會願意將資本投入，並承擔虧損之風險<sup>126</sup>。

然而，對該論點之批評有以下幾點，首先，公司獲利時對於參與者產生之回饋並不限於股息，舉例而言，員工可能因努力工作而獲得額外獎金，社會公眾可能因公司正面之外部效果而受益，這些都不是受契約明確保障之利益，而他們也確實為公司投入金錢以外之資本，並承擔公司失敗或罔顧公益所造成之風險<sup>127</sup>，因此，股東並非唯一之盈餘索取人，其他利害關係人之利益也應受默示契約之保護。再者，對於股東無力維護自身利益之假設亦有瑕疵，股東有能力在投資前評估風險報酬，在法律上亦有訴訟權、投票權與召集權等保障，最重要的是，其隨時可以透過出售股票來終結虧損<sup>128</sup>。

最後，有認為股東仍是公司決策失敗時最大的風險承擔者，因此公司仍應以其利益為主要目標<sup>129</sup>。該論點同樣受到質疑，如前所述，股東幾乎隨時都有退出選項，而即便是受投資組合所侷限之機構投資人，其亦有強大之專業與資本維護自身利益，相較於仰賴公司薪水維生之弱勢員工，或是長期參與而無法輕易退出之貸款人，股東不見得承擔更大之風險。

### 第三款、股東與經營者是委託代理關係

公司應為股東利益而管理之觀點也來自一個常見的誤解，亦即將股東與經營者視為委託代理關係，並認為經營者是對股東負有受託人責任，因此應以股東財富

<sup>126</sup> See Bainbridge, *supra* note 111, at 600.

<sup>127</sup> Tan, *supra* note 10, at 174-175.

<sup>128</sup> Sheehy, *supra* note 30, at 218-219.

<sup>129</sup> *Id.* at 216.



最大化為己任<sup>130</sup>。該理論源自 Berle 與 Means 對於公司所有權與控制權分離之討論，其認為在這種分離趨勢下，作為所有人之股東將控制權交給經營者，委託他們代表管理公司，因此經營者之主要任務在於創造股東利益<sup>131</sup>。

然而，如同前面的論述，股東並非公司所有人，其對公司資產之權力甚至不如董事會，因此亦無從將權力交給經營者。而股東也不應是經營者之委託人，在典型的代理關係中，委託人對代理人有完全之控制權，同時也須為代理人之行為承擔責任，而股東與經營者之間不具有這些特徵，股東既無法完全控制經營者，也不須對其行為承擔任何責任<sup>132</sup>。此外，在現行公司體制下，經營者之權力係來自於法律，而非契約所授予，且按照公司法之規定，公司負責人負有受託人義務之對象是公司，而不是股東<sup>133</sup>，故經營者應追求公司利益之最大化，而股東財富可能僅是其中的一部分。

#### 第四款、企業的社會責任是創造利潤

股東優先原則受到經濟學者 Milton Friedman 的擁護，其提出之經濟觀點是，企業唯一之社會責任就是利用其資源在自由競爭之基礎上創造利潤，而不涉及欺騙或敲詐，至於其他利害關係人之利益應透過法律、政府監管與明確之契約來保護<sup>134</sup>。其核心理念是，當經營者專注於股東財富最大化時，能為企業營收帶來最好之發展，而公司再透過納稅、雇用員工與提供良好商品等方式為公益做出貢獻，進而最大化社會福利。若使經營者因考量社會責任而增加生產成本，將反而使企業失去競爭力<sup>135</sup>，不利經濟發展。

<sup>130</sup> 方元沂(2019)，〈從企業社會責任到社會企業－論公司型社會企業的發展〉，《臺灣財經法學論叢》，第1卷第1期，頁137。

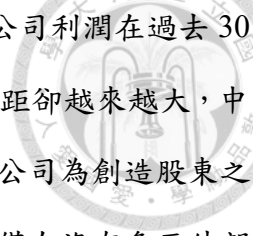
<sup>131</sup> A. A. Berle, Jr., *Corporate Powers as Powers in Trust*, 44 HARV. L. REV. 1049, 1049 (1931).

<sup>132</sup> Deborah A. DeMott, *Disloyal Agents*, 58 ALA. L. REV. 1048, 1051-53 (2007).

<sup>133</sup> 公司法第23條。

<sup>134</sup> 蘇怡慈，〈股東優位主義與企業社會責任實踐之實證研究〉，《臺灣財經法學論叢》，第1卷第1期，頁246。

<sup>135</sup> 同前註。



Friendman 的見解並未受到現實層面的佐證，以美國為例，公司利潤在過去 30 年已有顯著成長，股東地位與財富集中度也有所提高，但貧富差距卻越來越大，中產階級之薪酬也在下降<sup>136</sup>。2009 年之金融危機更部分被歸咎於公司為創造股東之短期收益而過度承擔風險<sup>137</sup>。正如學者所言，股東財富之最大化僅在沒有負面外部性時能為利害關係人帶來收益，公司為增加利潤而升高之風險並不會使股東以外之人受益，反而令其債權實現之可能性降低<sup>138</sup>。因此，至少在現實的角度上，公司追求股東利益能為社會創造更多財富之論點似乎不具有太多說服力。

#### 第五款、股東作為資本提供者與創始人之特殊地位

主張股東首要地位之論者亦強調股東具有不同於其他公司參與者之特殊性，也就是股東是企業資本之提供者，更是企業之創始人，這兩個特性賦予其內部核心成員之地位，因此股東有權力主導公司經營<sup>139</sup>。

然而，該論點遭遇的批評是，首先，其對資本之定義過於狹隘，企業經營運作所仰賴之資本並不限於股東提供之資金，還包含債權人提供之債務資本、員工提供之人力資本、社會之環境資本與供應商之原料資本等<sup>140</sup>，因此股東並非唯一之資本提供者。再者，股東作為公司創始人之特殊地位在公司成立並開始運作後就發生了改變，其身為發起人之權限在公司登記生效後便失去了重要性<sup>141</sup>，更何況對於在次級市場購入股票之股東而言，其自始就不具有創始人之身分，故難以作為支持股東首要地位之有力論據。

<sup>136</sup> Sheehy, *supra* note 30, at 215.

<sup>137</sup> See Lucian A. Bebchuk et al., *The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008*, 27 YALE J. ON REG. 257, 273-275 (2010).

<sup>138</sup> Bainbridge, *supra* note 111, at 585.

<sup>139</sup> Sheehy, *supra* note 30, at 212-213.

<sup>140</sup> See Bryan Horrigan, *Fault Lines in the Intersection Between Corporate Governance and Social Responsibility*, 25 U.N.S.W. L.J. 515, 516-517 (2002).

<sup>141</sup> 參照公司法第 131 條以下關於發起設立與募集設立之規定，在公司登記生效前，發起人或其召開之創立會為設立中公司之重要機關，但在公司成立後，公司即由其選任之董監事運作。



## 第六款、代理成本與效率觀點

將股東優先原則視為最理想公司治理模式之主張中，最核心之論據來自代理成本與效率之觀點，詳言之，透過將股東利益作為公司經營之明確目標，將使經營者有單一清楚之行事準繩而更有效率<sup>142</sup>，若使企業參與其他社會議題，可能導致經營者顧此失彼，降低營運表現。再者，雖本文已經澄清股東與經營者之間並非代理關係，但經營者仍有為股東創造財富與追求公司利益之任務，若經營者自我圖利，將致使股東與其他利害關係人受損害，因此，在這種決策權與財富影響之分離下，仍不可避免的會產生代理成本<sup>143</sup>，但這並不限於股東與經營者之間，亦存在於其他利害關係人與經營者之間<sup>144</sup>。而為減輕代理成本，一方面若以股東利益作為公司首要目標，將有助於監督經營者之表現，從而減少代理問題<sup>145</sup>，另一方面，股東作為公司之盈餘收取人，其主要利益來自公司利潤之最大化，因此最有誘因監督公司治理，故賦予股東一定程度之控制權亦有助於降低代理成本<sup>146</sup>。

反對股東至上之論者當然也嘗試對代理成本與效率問題作出回應，包含提出股東並非唯一有誘因監督經營階層表現之人，其他與公司命脈息息相關之利害關係者亦有這樣的誘因，像是尋求工作保障之員工或是須確保公司履約之債權人等。此外，上開論點似將股東當作具有單一利益之主體，但實際上股東之間可能有不同之利益取向，有重視長期表現之股東，亦有期待短期獲利者；有期望股價上漲之股東，亦有融券放空之投資人，這些利益之多樣性可能同樣導致經營者無法專注於單一目標，或使其難以被監督<sup>147</sup>。

針對上述批評，本文試提出進一步之回應以支持股東在解決代理問題上扮演

<sup>142</sup> 楊岳平(2011)，《公司治理與公司社會責任 企業併購下股東、債權人、員工、投資人之保護》，頁 19-22，臺北：元照。

<sup>143</sup> Edmans & Holderness, *supra* note 95, at 6-7.

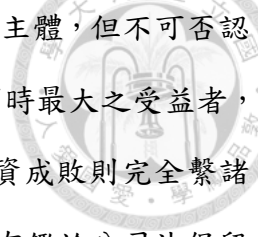
<sup>144</sup> Tan, *supra* note 10, at 173-174.

<sup>145</sup> 方元沂，前揭註 130，頁 137。

<sup>146</sup> Birkmose, *supra* note 29, at 616-618.

<sup>147</sup> Sheehy, *supra* note 30, at 219-220。





之角色。首先，股東確實並非公司中唯一有動機監督經營表現之主體，但不可否認的是，股東是實際上誘因最大之人，理由在於，股東是公司獲利時最大之受益者，且相較於其他利害關係人通常有受法律保障之債權，股東之投資成敗則完全繫諸於企業表現，故其同時亦是公司虧損時最直接之受害者。另外，有鑑於公司法保留給股東一定程度之決策與干預權，使其也相對容易發揮監督權能，因此，股東應為最適當之監督人選。再者，股東之間雖無單一利益，但已屬同質性較高之群體，比起要經營者在各種利害關係人與股東之間抉擇，將其目標聚焦於股東群體之各種利益中，實已限縮於相對明確之範疇，足以發揮一定程度之效能。況且，在實然面上，公司法制從未要求經營者須迎合每一位股東之取向，所謂股東利益可在公司決策或法院判決時被形塑為單一客觀之利益<sup>148</sup>，此雖可能與實際情況不符，但卻能作為明確之操作標準。綜上所述，本文認為股東之首要地位確實在促進公司效率與減輕代理問題上具有重要之助益。

### 第三項、理論定位

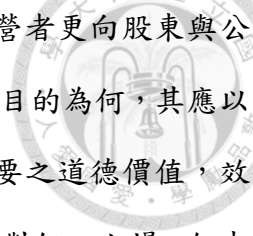
經由探討股東優先原則之內涵與論據，並進一步提出回應，使吾人可以一窺股東優先原則在公司治理辯論中的理論定位。首先，從應然面之觀點，股東之首要地位並非論理所能推導之必然結果，不論是股東所有人與默示契約之見解，或是委託代理關係等論據都存在瑕疵，企業以追求利潤作為社會福利最大化之手段似乎也與實際情況不符，故不能主張股東優先原則是公司治理之應然。而雖有論者認為，縱使股東至上不一定有正當性，卻是公司法發展下之必然結果<sup>149</sup>，但在金融危機後各國逐漸強調利害關係人地位之浪潮下，該論點已受到駁斥。

再者，從功能面之角度，雖股東之首要地位不一定能獲得學理上之支持，但其

---

<sup>148</sup> 詳言之，公司於經營決策時，或法院在判斷經營者有無違背受託人責任時，若將股東利益列為考量，則並非要求經營者或法官須調查每一位股東之利益取向，而是將股東當成單一之主體而有共同之利益，至於利益之內涵則可能視決策背景而有不同，但不太可能將放空或炒短線當作股東利益（縱使實際上確實有這種股東），而是更有可能偏向股東之長期利益。

<sup>149</sup> Hansmaan & Kraakman, *supra* note 118, at 449-450.



確實在解決代理問題與促進營運效率上扮演重要之角色，使經營者更向股東與公司負責。然而，這促使本文回到一開始的辯論溯源，即公司法之目的為何，其應以經濟效率作為公司治理追求之最高價值嗎？比起其他社會上重要之道德價值，效率主張不見得受到更多的青睞<sup>150</sup>。就此，本文並未打算支持或反對任一立場，但本文認為代理問題實為公司治理之核心，減少代理成本除有助於經營效率外，避免企業醜聞之風險與保障股東投資之意願皆屬重要之社會價值，且社會福利亦不可能與經濟發展脫鉤，故股東優先原則在公司治理之論辯上仍有其不可忽視之實益。

### 第三節、利害關係人理論

#### 第一項、理論內涵

利害關係人理論(stakeholder theory)之主張如下：第一、公司之目標除增進股東利益外，還應維護其他利害關係人之利益，且股東之地位不必然優於其他利害關係者<sup>151</sup>；第二，公司應由受其決策與行為所影響之人管理，或至少允許受影響之人在決策過程中有表達意見之機會<sup>152</sup>。本此，可將利害關係人理論置於上圖中第三象限之位置。

另須合先敘明的是，本理論下所稱之利害關係人所指為何，撇除過於極端之立場，有學者將其定義為任何可以影響企業目標之達成或被影響之群體或個人<sup>153</sup>，但此受到過於廣泛之批評，在此定義下，可能使經營者難以辨別所有應考量之利益。另有論者將其定義為與公司有直接契約互動之參與者，例如債權人或員工，但這顯然又過於狹隘而無法涵蓋對社會環境之保護。其中一個較為折衷之見解是，利害關係人係指對於公司具有本於風險之經濟利益者，除了冒著投資風險之股東外，亦包含冒著解雇風險之員工以及承擔違約風險之客戶等<sup>154</sup>，但該說同樣在考量對自然

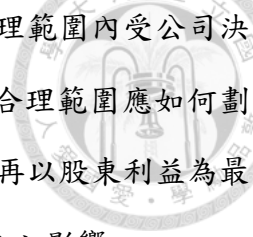
<sup>150</sup> Wood, *supra* note 121, at 272.

<sup>151</sup> 劉連煜，前揭註 39，頁 41-43。

<sup>152</sup> Sheehy, *supra* note 30, at 201-202.

<sup>153</sup> R EDWARD FREEMAN, STRATEGIC MANAGEMENT: A STAKEHOLDER APPROACH 46 (1984).

<sup>154</sup> Tan, *supra* note 10, at 180-181.



環境之影響上遇到一些困難。綜上所述，利害關係人應係指在合理範圍內受公司決策所影響之客體，且不必然與公司有直接之契約聯繫，至於該合理範圍應如何劃定，似乎仍有爭論，但無論如何，該理論之本旨係促使經營者不再以股東利益為最高準繩，而應盡可能平衡考量決策對其他公司參與者與整體社會之影響。

## 第二項、批評與回應

利害關係人理論之主要論據是，公司不僅是私人事務，亦具有公共角色，其一方面本於各種利害關係人提供之資本來運作，另一方面也對為數眾多之群體與社會產生深遠之影響，因此，這些受影響之利益群體應對公司有一定之參與權，公司也應向他們承擔相應之責任<sup>155</sup>，這是本於人們應對其行為之後果負責的基本信念。此外，從公共利益之角度，由於企業在經濟環境中坐擁大量資源，故現代社會期待其扮演一定之公益角色，協助解決社會問題<sup>156</sup>。最後，基於不完整契約之立論，如前所述，股東並非公司中唯一承擔風險之盈餘索取人，其他利害關係人同樣具有不受明示契約保障之利益，而為確保其有誘因對公司提供股本以外之投資，公司自應將他們的利益納入考量<sup>157</sup>。

雖利害關係人理論之論據較符合法律在社會公義與資源合理分配上之價值，惟其運作上仍遭遇不少批評，以下即一一檢視這些批判，並提出回應。

### 第一款、利害關係人之保護應屬其他監管法規之範疇

利害關係人理論常見之反對意見是，對利害關係人之保護應可由其他監管制度來落實，不須將其納入公司治理之範疇<sup>158</sup>，公司應單純以股東財富最大化為目標，方可獲得最大益處，至於其他社會責任應仰賴公共政策之實現，例如以消費者保護法保障消費者、以環境法規防治公司之汙染行為或以課稅之方式要求公司回

---

<sup>155</sup> Dodd Jr., *supra* note 113, at 1157-1160.

<sup>156</sup> 劉連煜，前揭註 39，頁 22。

<sup>157</sup> Birkmose, *supra* note 29, at 632-633.

<sup>158</sup> Hansmaan & Kraakman, *supra* note 118, at 442.



饋社群等<sup>159</sup>。

對該批評之回應在於，首先，如前所述，公司專注於股東利益能為社會帶來福利最大化之論點與實際情況不符，其忽略了企業為追求短期利潤而過度承擔風險之問題。再者，其假設政府之公共法規足以為利害關係人提供保障，但事實證明法規皆有不完備之可能，未必能反映社會需求，且具備經濟實力之公司有影響立法形成，進而造成法政策之偏頗<sup>160</sup>。最後，外部法規之監管與公司治理之保障並非衝突，二者應可相輔相成，透過公司治理之要求敦促經營者考量利害關係人之權益，再由外部監管制度具體形塑相關弱勢群體之防護網，達到雙重保護之功能，以抑制公司負面之外部風險，故將利害關係人權益納入公司決策之目標應有其必要。

#### 第二款、利害關係人理論損害股東之私有財產權

有論者主張，要求經營者平衡考量各方利害關係人之利益損害了股東自由處分財產與追求自身利益之權利，其認為股東作為公司之所有人，應有權使公司僅為其利益而經營，而經營者作為股東之代理人，若允許其違背股東意願而行事將破壞對股東之受託人責任，故利害關係人理論應不可採<sup>161</sup>。

對該論點之質疑已如前述，股東從來不是公司之所有人，故以私有財產之觀點解釋股東與公司之關係並不正確，公司應為獨立之實體，有其法律地位。且股東與經營者並非代理關係，經營者本不對股東負受託人責任，故其考量股東以外之利害關係人權益並不違法。

#### 第三款、利害關係人理論會減損股東價值，阻礙商業活動

反對利害關係人理論之學者最擔心的一點是，公司對利害關係人利益之追求

<sup>159</sup> 蘇怡慈，前揭註 134，頁 246。

<sup>160</sup> 劉連煜，前揭註 39，頁 27。

<sup>161</sup> See Sheehy, *supra* note 30, at 203-204.

可能會損害股東之利益，進而阻礙商業之發展<sup>162</sup>。析言之，公司經濟活動之開展某程度上仰賴對股東利益之偏袒，若排除了這種偏袒，使公司資源投入於創造利潤以外之地方，可能導致公司之生產效益降低，使其在市場上喪失競爭力，從而影響投資人之投資意願，最後，公司將難以獲得開展商業活動所需之資本。

針對上開質疑，雖有論者主張，公司追求利害關係人之利益有助於創造企業與股東之長期價值，舉例而言，若公司致力於社會責任，將能改善整體經營環境，亦有利於公司形象之提升，從而促進長期發展<sup>163</sup>，因此，股東與利害關係人之利益並非對立的兩端，對後者利益之追求不必然損及前者。然而，本文認為該主張未能充分回應反對者之擔憂，理由在於，雖然很多時候公司對利害關係人權益之維護能與股東之長期價值一致，但仍有互相衝突之地方，以典型的工廠案件為例，一間連年虧損之工廠是否應為了保障員工生計與社區經濟而繼續經營，在利害關係人理論之適用下，經營者即有可能作出肯定之決策，但這顯然與股東之長期價值不符，從而引發對減損經濟效益之擔憂，這的確是理論無法充分說明之處。

#### 第四款、缺乏明確目標造成效率與代理問題

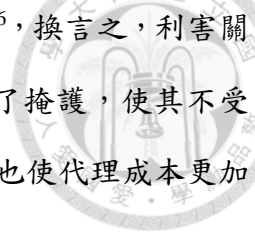
利害關係人理論所遭遇最關鍵之批評是有關運作上之效率與代理問題，首先，有論者認為該理論要求經營者考量所有利害關係人之利益是一個過於廣泛之目標，由於利害關係人眾多，因此經營者難以識別所有應考量之利益，更無法在其中取得適當平衡，而實際上也無法檢驗經營者是否有達成這些任務<sup>164</sup>。再者，公司缺乏單一明確之目標，一方面將使經營階層因無所依循而降低效率，另一方面也因無法以單純之標準評斷經營表現而使監督變得更加困難，加劇代理問題<sup>165</sup>。正如學者所指出的「兩個主人」困境，當經營者被要求服務於兩個以上之主人時，其將藉由

<sup>162</sup> Tan, *supra* note 10, at 188.

<sup>163</sup> See Jingchen Zhao, *The Curious Case of Stakeholder Theory: Calling for a More Realistic Theory*, 17 INT'L TRADE & BUS. L. REV. 1, 2-3 (2014).

<sup>164</sup> Sheehy, *supra* note 30, at 202-203.

<sup>165</sup> *Id.*



二者利益間之衝突取得更大的裁量權，最後將對二者都不負責<sup>166</sup>，換言之，利害關係人理論所要求的利益多樣性很可能為經營者的自我圖利提供了掩護，使其不受任何人拘束。最後，該理論強調應排除股東對經營層之干預，這也使代理成本更加嚴重。

針對利益無法識別之問題，一個可能的回應是，這可以透過合理界定利害關係人之範圍來解決<sup>167</sup>，但正如前述，目前對於利害關係人之界線仍在發展中，尚未有一套完善之理論適用。另一個想法是，理論本未要求識別所有利害關係人之潛在利益，僅經營者在決策時盡可能評估對其他利益群體之影響即可，但縱使如此，仍須有一個相對明確之標準以檢驗經營階層之表現，這也是後續效率與代理問題批評之重心。誠然，相較於股東財富最大化之清楚目標，利害關係人利益之模糊性加劇了董事會之間的分歧，以及剝削公司的風險，這確實是該理論無法妥適解決之弊病。

### 第三項、理論定位

在爬梳了有關利害關係人理論之批評與回應後，吾人同樣能為理論在公司治理辯論中之定位提供基本輪廓。從法律論理之角度出發，企業本於對公共資源之汲取以及對社群環境之影響力，而應承擔一定社會角色之觀點似乎更符合邏輯，因此，公司經營之目標不是一味追求股東財富最大化，亦須考量利害關係人之利益誠屬應然，此為多數學者之共識<sup>168</sup>。我國於2018年之公司法修正中將企業社會責任予以明文化亦可反映此一觀點<sup>169</sup>。此外，本文不否認其他監管法規對利害關係人保障之重要性，但在承認法政策之保護有其極限下，於公司治理中強調利害關係人之地位仍有其必要。而若對股東與公司之關係有正確理解，亦會同意利害關係人理論

<sup>166</sup> Lucian A. Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 HARV. L. REV. 833, 910-911 (2005).

<sup>167</sup> Tan, *supra* note 10, at 187-188.

<sup>168</sup> 參照：劉連煜(1995)，〈公司監控與公司社會責任〉，頁 88-90，臺北：五南；王文字，前揭註 16，頁 33；賴英照(2007)，〈公司治理：為誰而治理？為何而治理？〉，《萬國法律》，第 155 期，頁 6-7。

<sup>169</sup> 公司法第 1 條第 2 項。



未侵害任何股東之固有權利。

然而，從經濟現實之角度，利害關係人理論引發了一些擔憂。首先，其未能在特定群體之利益與股東之長期價值互相衝突時提供依循之辦法，這可能造成市場效益之扭曲，從而阻礙商業活動。另一個難題是，其無法設定一個單純明確之經營目標，使經營者有效的對公司負責，而容易淪為董事對抗股東監督之保護傘，增加代理成本。雖然有一些學者嘗試將利害關係人之利益明定為董事受託人義務之內涵，例如英國學者 John Elkington 提出之三重底線理論(Triple Bottom Line)<sup>170</sup>，以證明經營者可不只專注於單一目標，但運作上能否處理上述難題仍有待觀察。綜上所述，利害關係人理論雖具有法理上之正當性，卻無法在經濟效率之評量上盡如人意，而這終將導致社會福利之減少，公司治理規範之設計雖不應將效率奉為最高圭臬，卻仍須經得起經濟現實之檢驗。

#### 第四節、股東行動主義與折衷治理模式之思考

在分析股東優先理論與利害關係人理論之優劣與定位後，本節首先以此辯論為基礎，重新審思近年來已躍升為政策目標之股東行動主義之本質與隱憂，以及其在日漸重視社會責任之立法趨勢下可能之衝突。接著，本節嘗試針對上開公司治理的兩個設問提出折衷之解答，以作為探討機構投資者治理角色之發軔。

##### 第一項、股東行動主義之審思

股東行動主義之意涵，簡而言之，係指作為投資人之股東於投資前將被投資公司之治理環境納入考量，於投資後透過與經營者之構通、提案權與投票權之行使，甚或股東訴訟等方式表達對公司營運之意見，促使其改善治理質量<sup>171</sup>。其興起於經

<sup>170</sup> 三重底線理論是英國學者 John Elkington 於 1997 年提出之概念，其認為企業若要永續經營，須遵循三重基線而運作，分別為財務基線、環境基線與社會基線。財務基線是指公司經營之經濟效益；環境基線是指公司應符合環境原則；社會基線則重視社會資本與人文資本之保持。參照：蘇怡慈，前揭註 134，頁 251。

<sup>171</sup> 葉銀華(2002)，〈透過實踐股東行動主義健全公司治理機制〉，《會計研究月刊》，第 205 期，頁 14。



營與所有分離後，管理者自我圖利、企業醜聞頻傳等代理問題加劇之背景下，並如前述，伴隨機構投資者之崛起，股東行動主義之實踐仍是各國近代治理政策之主流。

股東行動主義之本旨乃是借重股東之力量促進公司治理，因此圍繞於該理念下之相關政策主要致力於強化股東對公司之監督權能。而文獻上對於股東是否確實能改善經營表現，抑或可能迫使公司過度承擔風險之討論已多有著墨<sup>172</sup>，但本文在此將關注於另一個政策層面之問題，亦即股東行動主義與公司治理目的之關聯性。析言之，股東行動主義是否有助於治理目標之達成，其在股東優位與利害關係人理論之爭執上處於何種定位，關此議題之討論將有助於重新評估行動股東之影響，藉以檢視其在整體政策上之相容性問題。

首先，從股東優先原則之立場而論，既然公司治理之目的是最大化股東財富，而治理之最佳手段是賦予股東更大的控制權，則股東行動主義應是邏輯推演上之必然，其有助於股東督促經營者為其利益行事，履行受託人責任並減少利益衝突時之代理成本。然若選擇支持利害關係人理論之主張，相信公司不應僅為股東而存在，而有兼顧其他利害關係人利益之目標，且應使其有影響決策之機會，則股東行動主義即有可能危害該理念所欲創建之平衡。詳言之，為平衡考量所有利害關係人之利益，一方面賦予董事會相當程度之自由裁量權有其必要<sup>173</sup>，另一方面股東之聲音亦不應比其他利害關係者更具影響力<sup>174</sup>，如此方能確保經營者之決策不至偏頗。然而，假設股東係為自己之利益而參與經營，則股東行動主義對股東權力之強化將有可能削弱董事之裁量權，擴大股東對決策之影響力，進而破壞這種利益平衡，迫使經營者犧牲利害關係人之權益以增進股東價值，換言之，股東行動主義將使董事會調節與保障各方利益之自由地位受到干擾。此外，即便是站在股東之角度，由於

<sup>172</sup> See generally Hill, *supra* note 32.

<sup>173</sup> See generally Bainbridge, *supra* note 28.

<sup>174</sup> Birkmose, *supra* note 29, at 633.



股東彼此間本有不同之利益取向，對股東聲音之強化將有可能使董事會須迎合個別股東之意見，而無法再將股東視為一個整體，造成決策上之分歧，反而降低效率。

綜上所述，股東行動主義驅使公司控制權之中心更向投資人靠攏，但其所引發來自利害關係人理論之擔憂，證明其不必然與公司治理之目標相符，反而可能使經營者無法專注於公司整體價值之最大化。因此，股東行動主義之推行與一國採取之治理模式息息相關，在落實具體政策之前，有必要從更基本之面向審慎評估其影響。

## 第二項、法政策的潛在衝突

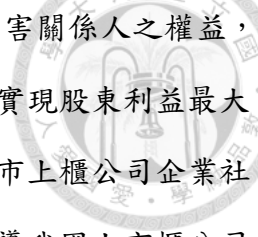
近年來我國公司治理法制之發展逐漸強調股東行動主義之落實，從最高法院 103 年度第 11 次民事庭會議決議不再援用股東會之股東出席數未達法定門檻時屬決議方法違法之 63 年台上字第 965 號判例，並於該決議以及 103 年度台上字第 1516 號民事判決認為應屬決議不成立後，使公司更加重視股東之出席與委託書之徵求<sup>175</sup>，進而強化股東地位。而如前所述，2018 年之公司法修正將股東權益之保障列為修法重點，包含保障股東取得股東名簿(公司法第 210 條第 2 項與第 210 條之 1)、擴大須經股東會決議之事項以及強化股東對經營者之監督權(公司法第 245 條、第 214 條等)<sup>176</sup>，皆有助於行動股東對公司經營之參與及干預。可見股東行動主義不僅僅是口號，而是正逐漸在公司法中醞釀以股東為導向之治理模式。

另一方面，因應國際潮流對企業公共角色之重視，我國亦於近年來致力於公司社會責任之實踐。台灣證券交易所及櫃檯買賣中心訂定之「上市上櫃公司治理實務

---

<sup>175</sup> 按公司法第 189 條規定：「股東會之召集程序或其決議方法，違反法令或章程時，股東得自決議之日起三十日內，訴請法院撤銷其決議。」，故依 63 年台上字第 965 號判例之意旨，股東會之股東出席數未達法定要求時，該決議仍為有效，僅是得撤銷，其他股東若欲否認該決議之效力，自當另提起撤銷之訴為之，此固然增加股東參與之成本與不便。而 103 年度第 11 次民事庭會議認為應屬決議不成立後，股東不須再透過訴訟否認決議之效力，一方面有助於股東程序之保障，另一方面也使公司更重視股東之出席。詳參：黃銘傑(2015)，〈2014 年公司法與證券交易法發展回顧〉，《國立臺灣大學法學論叢》，第 44 卷特刊，頁 1576-1579。

<sup>176</sup> 參照：楊岳平(2018)，〈評析公司法修正對股東行動主義的影響〉，《月旦裁判時報》，第 76 期，頁 65-70。



守則」中，除仍強調保障股東權利外，亦表明公司應維護其他利害關係人之權益，包含應提供債權人充足之資訊、建立與員工之溝通管道，並應在實現股東利益最大化之同時重視企業之社會責任<sup>177</sup>。而隨後於 2010 年發布之「上市上櫃公司企業社會責任實務守則」以及「上市上櫃公司誠信經營守則」皆旨在引導我國上市櫃公司具體將社會責任之理念落實於治理決策之中。金融監督管理委員會亦於 2014 年起逐步要求特定對環境及社會大眾具有高度影響力之企業編制企業社會責任報告書(簡稱 CSR 報告書)<sup>178</sup>，以向消費者闡明公司永續經營之方針。此外，行政院於 2014 年宣布著手擬定社會企業行動方案，推動我國公司型社會企業之發展，後續相關措施之配套皆仍在研議中<sup>179</sup>。而就公司法修正之部分，除如前述新公司法已於第 1 條第 2 項及其立法理由中確認公司有善盡社會責任之目標外，新修正之第 172 條之 1 第 5 項亦表明董事會得將股東之公益性或社會性提案列為議案，第 282 條第 1 項新增工會與公司三分之二以上之員工得向法院聲請重整之規定亦擴大對員工之保障<sup>180</sup>，該等規定在在顯示我國法制對利害關係人權益之重視，使社會責任理論之倡導得到近一步之加強。

綜上，審視我國近期治理法制之推展，一方面以股東行動主義之強化為目標，期待藉重股東力量改善經營階層之舞弊問題，另一方面追求企業社會責任之實踐，希望公司於決策時考量利害關係人權益之維護。這二者看似並不矛盾，但若依循本文上述之分析，即可能具有潛在之衝突。析言之，股東行動主義體現了股東優先原則之核心精神，卻可能因為強化股東之影響力而引發來自其他利害關係人之隱憂，

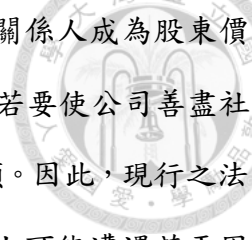
---

<sup>177</sup> 參上市上櫃公司治理實務守則第 51 條至第 54 條。

<sup>178</sup> 依證券交易所「上市公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法」及櫃檯買賣中心「上櫃公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法」之規定，上市櫃公司屬食品工業、化學工業及金融保險業者，或餐飲收入占其全部營業收入之比率達百分之 50 以上者，或是股本達新臺幣 50 億元以上者應編製 CSR 報告書。值得注意的是，2014 年之規定僅要求股本達 100 億元以上者有編製之義務，金融監督管理委員會會於 2015 年之修正中擴大適用對象為股本達 50 億元以上之公司，可見主管機會對社會責任日漸重視。

<sup>179</sup> 詳細可參：方元沂(2018)，〈引入企業社會責任概念—應納入建立公司型社會企業制度〉，《月旦法學雜誌》，第 275 期，頁 58-66。

<sup>180</sup> 楊岳平(2019)，〈新公司法與企業社會責任的過去與未來—我國法下企業社會責任理論的立法架構與法院實務〉，《中正財經法學》，第 18 期，頁 52-53。



其擔心經營者不再能平衡考量所有公司參與者之利益，使利害關係人成為股東價值之犧牲品，而這顯然與我國對企業社會責任之倡議格格不入，若要使公司善盡社會責任，或許反而有必要思考如何隔絕股東對經營者之過度干預。因此，現行之法政策誠然帶有股東優位與利害關係人理論之矛盾，使具體運作上可能遭遇若干困境，這有待政策制定者更全面之思考與持續追蹤。

### 第三項、折衷之公司治理目的

#### 第一款、基本立場與啟發式股東價值

為了解決公司治理在股東優位與利害關係人理論之衝突，以及股東行動主義之願景與隱憂，許多學者延續 Berle 與 Dodd 之辯論，嘗試提出折衷之公司治理模式，期望擷取兩說之優點，發展出理想之實務辦法。而在探討這樣的折衷模式之前，本文有必要先劃定一個偏向利害關係人理論之基本立場，亦即就公司治理之目的而言，本文認為鑑於公司對社會與日俱增之影響力，以及其本於各種自願性與非自願性利益群體所提供之資本運作之事實，公司應有義務於決策中適度考量股東以外之利害關係人利益，且不必然以股東為優先，以彰顯法規範公平分配社會資源之意旨。然而，在這樣的理念下，勢必必須解決經營者考量多方利益所造成之經濟不效率與代理成本問題，故理想之折衷模式應朝解決這些問題的方向上發展。

確定基本立場後，有關折衷治理目的之思考，Michael Jensen 教授提出的啟發式股東價值理論(Enlightened Shareholder Value)，為股東與利害關係人立論之融合帶來了可能性。該理論主張，利害關係人與股東之利益不一定互斥，在絕大多數之情況下，企業關注利害關係者之利益，其實有助於提升長期股東價值<sup>181</sup>，例如，公司考量對環境與社區之影響能帶來良好聲譽，進而吸引投資與補助；或是公司提供良好之就業條件與保障，將使員工更願意為企業付出等，皆能增加公司財富並使股

---

<sup>181</sup> See Michael C. Jensen, *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, 22:1 J. APPLIED CORP. FIN. 32, 38-39 (2010); STEPHEN M. BAINBRIDGE, *CORPORATION LAW AND ECONOMICS* 413 (2002).



東獲得長期回報，因此，公司應以這種長期價值為經營目標，考量決策對利害關係人權益之影響<sup>182</sup>。

啟發式股東價值將焦點置於股東與利害關係人共享之領域，一方面強調對利害關係人之保護，另一方面將最終目的導向股東價值。其與利害關係人理論之不同在於，其認為公司應僅專注於那些有助於股東長期價值之公益行為，而不需考量所有利害關係人之利益。而與股東優先原則之差異則在於其更強調董事對其他利害群體之義務，舉例而言，假設公司有 X 與 Y 兩個行動方案，二者皆將對公司帶來同等之利潤，但 X 可同時使股東以外之多個群體受益，Y 則無法，則啟發式股東價值將指導董事選擇 X 方案，股東優先原則卻無法在此提出具體之依循辦法<sup>183</sup>。換言之，該理論主張公司不應透過忽略對利害關係者之影響來實現財富，並鼓勵經營者採取有遠見之經營策略，而不受制於股東之短期利益<sup>184</sup>。

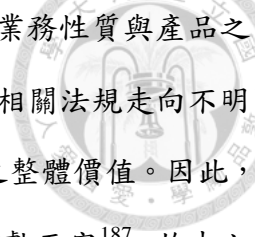
而須進一步說明的是，此處所謂的長期價值與投資時間之長短無涉，亦即追求長期價值之概念並非指導經營者一味的追求投資與獲利時間較長之經營項目。長期價值應可被概括定義為，企業為全體投資者之長遠利益而預期產生之未來所有現金流量與收益之總和<sup>185</sup>，而啟發式股東價值認為，公司治理之目標即在於最大化這種企業與股東之長期價值。但需要澄清的是，公司價值與公司之投資項目可能是兩個不同層次之問題，企業之長期價值不一定是藉由投資長期項目來加以實現。理論上而言，公司應專注於可以最大化長期價值之理想投資項目，而這些項目既可能

<sup>182</sup> Virginia Harper Ho, *Enlightened Shareholder Value: Corporate Governance beyond the Shareholder-Stakeholder Divide*, 36 J. CORP. L. 59, 79 (2010).

<sup>183</sup> Mia Mahmudur Rahim, *The Stakeholder Approach to Corporate Governance and Regulation: An Assessment*, 8 MACQUARIE J. BUS. L. 304, 316 (2011).

<sup>184</sup> 啟發式股東價值在立法政策之實踐上最明顯的例子是英國於 2006 年頒布的新公司法第 172 條，該條文明確指出董事須以最大善意採取行動，為全體成員之利益促進公司成功，其於決策時應考量對公司之長期影響、員工之利益、與供應商及客戶之業務關係、對社區與環境之影響，以及商業行為之聲譽等，並將股東指定為董事是否有履行上開義務之監督者。此外，新公司法還要求公司應向投資者報告包含對利害關係人權益關注之非財務績效表現，以供檢驗其是否符合第 172 條之規定。簡言之，雖然其在法規中明文化經營者對其他利害關係人之義務，但最終仍係以股東之長期價值為依歸，並向股東負責。See generally Richard Williams, *Enlightened Shareholder Value in UK Company Law*, 35 U.N.S.W.L.J. 360 (2012).

<sup>185</sup> Elisabeth de Fontenay, *The Myth of the Ideal Investor*, 41 SEATTLE U. L. REV. 425, 429 (2018).



是長期的，亦可能是短期的，理想的時間長度可能取決於公司之業務性質與產品之市場狀況<sup>186</sup>。舉例而言，當市場上卻乏回報率良好之研發計畫或相關法規走向不明朗時，執意將獲利投資於長期回報之項目可能反而有害於公司之整體價值。因此，長期項目本質上不一定優於短期項目，而應視其對公司價值之貢獻而定<sup>187</sup>，故本文所描述之長期價值與長期利益應係專指這種公司之總體價值，而非指涉長期之投資項目。

## 第二款、理論之評析與調整

啟發式股東價值強調對利害關係人利益之衡量，並指出這是促進良好經營之要素，而以公司之長期價值為目標，也確實得到較普遍的認同。至於其是否能解決利害關係人理論下之經濟效率與代理成本問題，有待以下逐一檢視。

首先，利害關係人理論遭遇的批評之一是，由於利害關係人的範圍相當廣泛，經營者難以考量並平衡所有群體之利益<sup>188</sup>。就此，啟發式股東價值藉由將應考量之利益限縮於有助股東長期價值者，在一定程度上為經營者劃定了應衡量之範圍與如何進行平衡之指導方針，使公司決策有規則可循。再者，就利害關係人理論無法提供單一明確之目標，造成經營不效率與代理成本之問題，啟發式股東價值同樣藉由以股東之長期價值為依歸，使公司更容易評估經營階層之表現，並使其明確的向長期股東負責，以減少經營者自我圖利之風險<sup>189</sup>。最後，利害關係人理論由於排除了對股東之偏袒與追求利潤之最高宗旨，從而引發降低企業競爭力與股東投資意願之批評，對此，啟發式股東價值將治理目標重新導向股東，亦有助於緩解此一問題。

然如前所述，由於利害關係人之權益不必然與股東長期價值一致，為了確保企

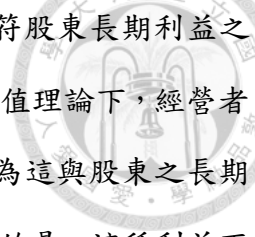
---

<sup>186</sup> Alessio M. Paces, *Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive*, 12-13 (European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law, Working Paper No. 353, 2017).

<sup>187</sup> Fontenay, *supra* note 185, at 431.

<sup>188</sup> Zhao, *supra* note 163, at 35-36.

<sup>189</sup> Harper Ho, *supra* note 182, at 107-108.



業之產值與效率而選擇將後者作為目標，即有可能導致某些不符股東長期利益之利害關係者權益受到犧牲。以前述工廠案為例，在啟發式股東價值理論下，經營者仍然不會為了員工生計與社區繁榮而繼續經營虧損之工廠，因為這與股東之長期利益不合，而此的確為該理論所遭遇之批評。就此，須合先敘明的是，這種利益不一致的情況相當少見<sup>190</sup>，是否須為此改變治理目的有待商榷，再者，本文認為這其實可以透過法規範之建構來處理，亦即對於那些與公司長期價值不一致之利害群體，若政府認為公司有加以保護之必要，則可藉由立法之方式強制經營者將其納入考量，或是提供額外之誘因，例如相關補助措施，使其與公司利益趨於一致。而在一般情況下，本文認為或許不應為了特定群體之利益，而迫使公司承擔不成比例之虧損，這除了可能過度弱化投資者之地位，亦有害經濟發展。公司法制雖不應是為商人創造利潤之工具，但亦不應是對商業的冷漠攻擊，要求公司無條件地考量所有社會利益，反而忽略了政府應扮演之角色。

綜上，有關折衷公司治理目的之思考，啟發式股東價值提供了一個可能之切入點，但仍有必要搭配相關法規之輔助，以便更完善地在適當範圍內保護利害關係人。而該理論之實際運作與發展，及其所遭遇之障礙並非本文所欲著墨之重點<sup>191</sup>，本文僅以此為鋪陳，以在後續章節說明機構投資人將有可能成為該治理目標之推進者。

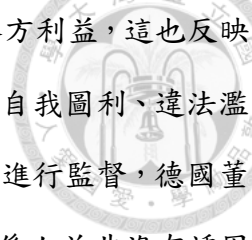
#### 第四項、適當之公司治理方法

接續公司治理目標之討論，本部分將評析為了達成上述目標，適當之公司治理方法為何，亦即公司應由何人以如何之方式進行管理。利害關係人理論主張應排除

---

<sup>190</sup> 另一種利益不一致的可能情況是，當公司面臨併購時，為保護既有員工之生計而採取防禦措施，可能與投資人之長期價值不合。但實務上經營者常以該等利害關係人權益之保護作為抵禦併購之藉口，實係為確保自己之經營權，為避免這種情況，以併購是否有利於公司之長期價值為標準，並透過法規保護員工等利害群體之權益可能是較適當之作法。

<sup>191</sup> 有關啟發式股東價值理論在實務運作上之成效與批評，可參照：Collins C. Ajibo, *A Critique of Enlightened Shareholder Value: Revisiting the Shareholder Primacy Theory*, 2 BIRKBECK L. REV. 37 (2014).



股東對經營階層之干預，以確保董事有足夠之自由裁量權平衡各方利益，這也反映在前述對股東行動主義之批評當中。然而，這可能導致經營者有自我圖利、違法濫權之風險，就此，利害關係人理論認為應由受公司決策影響之人進行監督，德國董事會中設立之勞工代表席次即為適例<sup>192</sup>。惟本文認為，雖利害關係人並非沒有誘因監督經營者之行為，但比起投資成敗完全繫諸公司績效之股東，利害關係人相對受有較充分之法律保障，這可能削弱了其利益與經營表現之關聯性，且其亦不見得有足夠之專業，此外，將監督權能分配給各個利害群體，亦可能產生董事利用監督者間的分歧促進自身利益之問題。因此，本文認為，比起利害關係人，股東仍是在解決代理問題上最適任之角色，公司應由受股東監督之董事進行管理，這除了較符合根深蒂固之經濟現實，也能支持對股東行動主義之倡議<sup>193</sup>。

然而，要在強調對利害關係人之保護下，將控制權之中心往股東靠攏，則必然會產生一個關鍵問題，亦即股東是否有可能為了其他利害關係人之利益進行監督。雖然許多股東也可能體認到將利害關係者納入考量有助於促進自身之長期價值，但不可避免股東仍有可能為了短期獲利而迫使經營者犧牲利害關係人之權益<sup>194</sup>。為了解決此一問題，一個可能之方式是，藉由強制公司公開揭露其決策對環境、員工與社區等影響之評估，以透過市場之力量驅使股東與經營者關注其他利害關係人<sup>195</sup>，前述之企業社會責任報告書即為適例。惟本文認為資訊揭露之效果終究有限，更直接之方法應是讓股東本身有誘因或責任促進經營者考量利害關係人之權益，這看似與傳統對股東之理解有異，但本文以下將試著論證日漸崛起之機構投資人有機會在公司治理中扮演此一角色。

<sup>192</sup> 陳彥良，前揭註1，頁115。

<sup>193</sup> 而除了股東與利害關係人外，另一個可以思考的監督者是獨立董事，本於對其獨立性與專業性之要求，其或許也能在督促經營者顧及利害關係人之權益上發揮功能。然而，在法律未必有明定獨立董事應顧及特定利害關係人之權益保障下，獨立董事是否有足夠之誘因為利害關係人之利益而監督仍是一個問題，且獨立性與專業性之要求亦可能面臨潛在衝突。

<sup>194</sup> Hill, *supra* note 32, at 500-503.

<sup>195</sup> Zhao, *supra* note 163, at 38-39.

## 第五節、機構投資人之治理角色



### 第一項、建立治理機制之方式

透過以上章節的討論，本文提出之觀點是，要落實理想之公司治理模式需要由股東本於自身之長期價值督促經營者考量其他利害關係人之權益，而為建立適當之機制以達成該目標，治理上常見之手段包含制定強制性或自願性之監管規範以課予股東這樣的義務，或是提供相關誘因使股東主動遵循等。有關這些治理手段之正當性與必要性，本文將於後續的章節中再詳加討論，在此，吾人將重點聚焦於建構適當治理機制的一個重要前提，亦即任何治理手段之目標應在一定程度上與被規範者之營利模式相契合。詳言之，由於股東與公司皆是商業活動之主體，其本於自身利潤之追求而行動，故若治理規範之要求超出了股東之能力範圍，或是背離了他們獲取利潤之模式，除可能因為可預期之規避行為而導致更高的執法成本或是造成相關政策成效不彰外，亦可能最終導致股東被迫離開無利可圖之商業模式，引發市場萎縮與經濟衰退之不良後果。因此，為使公司治理發揮成效，在思考應採取何種治理手段之前，有必要先審慎決定課予相關政策目標之對象，該對象須有能力在其營業模式中內化該政策要求。

鑒於這樣的前提，必須考量何種股東適合被賦予上開治理任務，以促進良善之公司發展，本部分以下將嘗試論證比起其他類型之股東，機構股東更有「能力」與「誘因」監督經營者在決策中衡量利害關係人之利益，因此機構投資人適合承擔這樣的公司治理角色。此外，該部分之論述也會影響後續相關監管規範如何形成之問題。

### 第二項、機構投資者監督經營之能力

機構投資者具備監督經營階層以減少代理成本之能力，主要可從幾個面向加以說明。首先，承前所述，機構股東近年來持股比例顯著成長，逐漸在資本市場中



佔有一席之地，使過去分散之股權有重新集中化之趨勢。而本於一定規模之持股數，一方面使機構投資人對公司有較大之干預權，得透過表決權、提案權等股東權之行使影響公司決策，也使經營者更願意回應其意見，從而克服集體行動問題；另一方面，由於監督需要成本，持股較多之機構股東透過積極監督董事會以提高公司價值時，其獲得之盈餘回報將更可能抵銷監管之成本，使其更有能力投入公司治理<sup>196</sup>。

其次，鑒於機構投資人日漸壯大之規模，亦使其更有可能內化參與行動主義之代價<sup>197</sup>，而機構股東之間也常透過聯合組織之方式，互相協調公司治理目標以擴大對企業之影響力，例如退休基金協會、碳信息揭露計畫<sup>198</sup>與全球氣候風險投資人網絡<sup>199</sup>等，這同樣有助於減輕個別監管之障礙。

再者，機構投資者多由專業經理人經營，以投資為營業目標之特性使其相較於自然人股東，有較多之資源與能力評估公司經營者之表現，亦較具備將意見轉化為實際參與行動之經驗<sup>200</sup>。

最後，機構投資者普遍會將公司之治理表現列為選擇投資標的時之標準，根據麥肯錫顧問公司於2002年對全球機構投資人之調查，有63%之機構表示將避免對治理不佳之企業投資，57%之機構將減少投資，這導致經營者有誘因改善自身之經營體質以吸引機構股東之青睞<sup>201</sup>。換言之，雖此處之治理表現不一定是以公司之長期價值為導向，但至少表示機構投資者得藉由將其關注之治理重點納入選擇投資組合之標準，以促使企業主動落實。舉例而言，挪威主權基金在其公布之可持續性

<sup>196</sup> Birkmose, *supra* note 29, at 618.

<sup>197</sup> Fichtner et al., *supra* note 70, at 308-309.

<sup>198</sup> 碳信息揭露計畫(Carbon Disclosure Project)是由機構投資人組成之國際聯盟，主要目標是推動具有一定規模之公司揭露其溫室氣體排放之水平。

<sup>199</sup> 全球氣候風險投資人網絡(Global Investor Network on Climate Risk, 簡稱 INCR)是由環境責任經濟聯盟(Coalition for Environmentally Responsible Economies, 簡稱 CERES)所發起，其匯集了重視環境議題之機構投資者與環境公益組織，一同促進企業考量有關氣候變化、永續發展等議題。

<sup>200</sup> 吳俊源(2007)，《從公司治理之觀點探討股東提案權制度》，頁39，國立中正大學財經法律研究所碩士論文。

<sup>201</sup> 陳春山(2013)，《公司治理法治及實務前瞻》，二版，頁40-41，臺北：新學林。

投資標準中，即表明將評估公司對環境與社會之影響，並可能出於可持續性或道德之原因選擇投資標的<sup>202</sup>。



綜上所述，機構股東本於持股優勢、規模經濟與專業能力等因素，將更有能力促使被投資公司落實盡職治理，相較之下，一般之散戶股東由於持股不足且分散，往往欠缺掌握公司資訊與監督經營表現之能力，因此不適合承擔前述公司治理角色。此外，機構股東發起行動主義之方式可分為兩種類型，一種是以取得經營權為目的，例如爭取過半之董事席次，另一種則是以參與經營，對公司施加壓力為目標<sup>203</sup>，這取決於機構投資者之類型而定，惟不論何者，皆能發揮其影響決策之功能。


### 第三項、機構投資者督促經營者考量利害關係人之誘因

利害關係人利益與股東長期價值之關聯性雖獲得論理上之認同，但股東是否可能將該理念具體落實於行動主義之中，則受到許多質疑。不可否認的是，若僅是基於長期價值的抽象指導，而沒有其他與營利表現更具體、直接之連結，股東不太可能真正從利害關係人之角度定義自己的投資成果，因此，為選擇賦予該公司治理角色之適當對象，毋寧須尋找利害關係人權益與股東利潤更進一步之關聯。就此，本文觀察到逐漸崛起之機構投資者有將注意力集中在利害關係人領域之趨勢，雖然傳統觀點認為對環境、員工等非財務問題之關注會降低機構股東之市場回報，但本文將本於實際之觀察結果，分析並論證機構投資者實際上有更充分之誘因考量其他利害關係人之權益，因為這在一定程度上與其營利模式相符。故比起其他股東，機構股東更可能扮演將其長期價值與公共利益相結合之角色。以下即逐一分析可能之誘因。

#### 第一款、機構投資者之投資多元性

<sup>202</sup> Norges Bank Investment Management, *Sustainable Investments*, <https://www.nbim.no/en/thefund/responsible-investment/risk-management/> (last visited Nov. 30, 2019).

<sup>203</sup> 易明秋，前揭註 11，頁 280。



相較於一般的大股東，許多機構投資者之特色是其具有多元化之投資組合，亦即其可能在為數眾多之公司中都持有一定成數之股份，像股票型基金、指數型基金等被動型投資管理人尤其如此。這代表其有動機兼顧每一間投資組合公司之利益，因此，其有誘因督促個別公司之經營決策考量對利害關係人權益之影響，避免對其他公司產生負面之外部性<sup>204</sup>。換言之，當一間公司僅專注於財務表現而忽略其他社會群體之利益時，其對商業環境產生之不良影響可能減損機構股東其他投資組合公司之價值，舉例而言，若一間公司為追求利潤而對特定地區之環境造成汙染，這可能導致投資組合中持有該地區房產之公司資產貶值，或導致政府對該地區收取額外之清潔費，從而增加該公司之營運成本，而這將使機構股東可獲得之總體市場回報減少<sup>205</sup>，因此，本於投資之多元性，機構股東更關注於如何控制公司決策對利害關係人造成之風險。此外，亦由於投資的高度多元化，使機構股東之獲利能力更容易受到整體經濟狀態之影響，使其更有誘因促進經濟的長期健康<sup>206</sup>。相較之下，不論是散戶股東、公司派之大股東，或是不具多元性之外部實力股東，比起在參與行動中表達對社會問題之關注，其更可能透過對經營者之干預實現自己之私人利益，故本文認為機構投資人更適合成為公共利益之監督者。

## 第二款、非財務資訊帶來之投資優勢

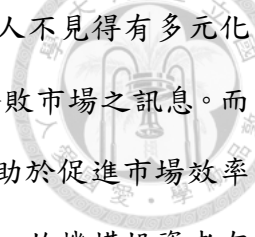
機構投資者願意考量利害關係人層面的另一個原因是，藉由關注於整體環境、社會與投資鏈之風險，將使其獲得更多市場上之非財務資訊，例如產業供應鏈是否健全、特定公司之員工忠誠度，或是商品所造成之生態影響等等。而透過更全面地蒐集這些資訊，一方面有助於機構股東根據其風險取向建構適當之投資組合，另一方面，在市場效率有限之情況下，這些訊息將有助於機構股東更準確地評估公司之體質與前景，藉以掌握其真實市價<sup>207</sup>，這對於依賴市場之錯誤估價而賺取利潤之主

<sup>204</sup> Hirst, *supra* note 89, at 239-240.

<sup>205</sup> Harper Ho, *supra* note 182, at 84.

<sup>206</sup> Tan, *supra* note 10, at 201-202.

<sup>207</sup> Harper Ho, *supra* note 182, at 85.



動型投資管理人而言尤其重要。因此，即使某些主動型投資管理人不見得有多元化之投資組合，其仍需要藉由衡量利害關係人之面向來獲得足以擊敗市場之訊息。而最終透過機構股東之關注，這些資訊會充分反映在市場上，有助於促進市場效率<sup>208</sup>，減少經濟風險，而這同樣能為機構股東創造更多之投資回報，故機構投資者有誘因促使經營者審慎評估其決策之總體影響。

### 第三款、 創建良好聲譽以吸引資金提供者

對投資管理人而言，其有必要在市場上爭取客戶之資金委託，而為吸引該等資金提供者，除需有卓越之績效表現外，更需藉由對員工、環境等社會議題之關注，以建立良好之聲譽。尤其在金融危機之後，投資大眾普遍意識到短期投資策略之危險與風險管理之重要性，伴隨著企業社會責任之觀念逐漸深耕於法治文化當中，公眾對於投資管理人如何落實長期價值與公益角色之檢驗有增無減。而像是要求企業揭露社會責任報告，或是鼓勵機構簽署自願性質的盡職治理守則等相關政策，更進一步提供投資人判斷之依據。此外，政府基金作為極具影響力之資金提供者，其對負責任投資之重視亦左右投資管理人之營運模式，使其更可能為吸引資金而考量利害關係人之權益。

### 第四款、 不能退出之特性導致更關注長期價值

被動型投資管理人當中，指數型基金可能因有固定之投資組合，導致其無法在被投資公司表現不佳時透過出售股份之方式退出市場，因而有較長之持股期間。這除可能致使指數型基金更投入治理行動外，同時也意味著其利益主要來自於被投資公司長期價值之創造<sup>209</sup>。因此，比起可隨時在市場上進出之一般股東，指數型基金將更重視公司決策對商業環境之影響，以避免對產業前景不利之經營行為，故其

---

<sup>208</sup> 李懿洋(2016)，〈從薪酬監督外部治理看機構投資人之盡責管理〉，《會計師季刊》，第 268 期，頁 68。

<sup>209</sup> Fichtner et al., *supra* note 70, at 309-310.



更有誘因重視利害關係人之利益。

#### 第四項、具體實踐

綜上，本文分析了機構投資者促進公司長期價值之能力與誘因，雖然具體而言，這些因素視機構投資者之類型而有差異，但本文認為不論是何種類型之機構，其在一定程度上皆具有考量利害關係人權益之誘因，因此適合承擔理想公司治理模式下所需的股東角色。而本文也觀察到，國內外之機構股東有逐漸將注意力集中於企業長期價值之趨勢，因此越來越重視對利害關係人之衡量，這為本文之論點提供了一些實證支持，以下即簡要敘述這些具體實踐。

##### 第一款、國際趨勢

首先，就國際趨勢觀察，各國之機構投資者逐漸在對被投資公司之管理與投資組合之風險評估中納入 ESG(Environment、Social、Governance)分析之概念，明確於投資前與投資後持續關注公司對利害關係人權益之平衡與保障<sup>210</sup>。從基本的環境、社會與治理層面延伸，ESG 分析可進一步擴及對氣候變化、就業安全、企業聲譽與債務信用等具體面向之重視，促使經營者考量公司決策對股東以外群體之影響。而與傳統之社會責任投資(Socially Responsible Investment, SRI)不同的是，ESG 以股東利益為出發點，強調對該等議題之衡量能為投資者創造更優越之長期回報，因此吸引了更多機構股東之支持<sup>211</sup>。舉例而言，美國加州公務人員退休基金(CalPERS)一直是透過積極之行動主義改善公司治理水平之代表，在其發布之可持續性投資計畫(Sustainable Investments Program)中，CalPERS 表示將致力於可持續性投資之實踐與 ESG 要素之整合，並監督各種與長期發展相關之研究、參與及宣導工作<sup>212</sup>。而世界最大之投資管理公司貝萊德(BlackRock)亦於其 2018 年與 2019

<sup>210</sup> 黃正忠、林泉興、王竣弘(2018)，〈2018 CSR/ESG 全球與臺灣風向觀測〉，《會計研究月刊》，第 386 期，頁 52-53。

<sup>211</sup> Harper Ho, *supra* note 182, at 82-83.

<sup>212</sup> CalPERS 亦訂定如何將 ESG 因素納入投資決策過程之具體指導原則，並提出有關 ESG 投資之五年戰略計畫。See CalPERS, *Sustainable Investments Program*, <https://www.calpers.ca.gov/page/>

年寫給全球所有企業主管之公開信中表示，其會將社會責任與 ESG 等相關因素納入投資評估當中，並強調將致力於發展以長期價值為宗旨之股東參與模式<sup>213</sup>。此外，許多投資管理人近年來亦發行以 ESG 為主題之指數型基金，如 Vanguard 所發行之 ESG 美股 ETF(ESGV)，表示將以 ESG 因素作為選股標準，並排除有關成人娛樂、酒精與菸草、武器以及化石燃料等產業之投資<sup>214</sup>。

而在相關原則與規範部分，於機構投資者間推動 ESG 評估最重要之實踐應屬聯合國於 2006 年推行之責任投資原則(Principles for Responsible Investment, PRI)。該原則是在聯合國全球盟約(UN Global Compact)與聯合國環境規劃署之金融業與永續發展專案(United Nations Environment Programme Finance Initiative, UNEP FI)之協調下，與 20 位國際大型機構投資者一同訂定，由各國之機構投資人自願簽署並承諾履行，其具體內容包含六大核心原則，分別為(1)將 ESG 議題納入投資分析及決策制定過程；(2)積極所有權之行使，將 ESG 議題整合至所有權政策與實務；(3)對於所投資的機構要求適當揭露 ESG；(4)促進投資業界接受及執行 PRI 原則；(5)建立合作機制強化 PRI 執行之效能；(6)個別報告執行 PRI 之活動與進度<sup>215</sup>。可以發現，PRI 除要求將 ESG 納入投資考量與管理監督外，亦要求簽署者彼此合作並積極推廣 PRI 之理念，這促成了機構股東間對利害關係人議題進一步之整合。截至目前，全球已有超過兩千家機構投資者簽署 PRI，範圍遍及歐洲、美國與日本等先進國家，其中亦不乏 CalPERS、紐約州退休基金與摩根投資管理公司(JP

---

investments/governance/sustainable-investments-program (last visited Nov. 30, 2019).

<sup>213</sup> See BlackRock, *LARRY FINK'S 2018 LETTER TO CEOS - A Sense of Purpose*, <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2018-larry-fink-ceo-letter>; BlackRock, *LARRY FINK'S 2019 LETTER TO CEOS - Purpose & Profit*, [https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter?fbclid=IwAR3gssmEn6n-QWCrVykUqbyr94BqgGfX-xKQK-2FvUP3rkuB\\_YeR-jGOvXk](https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter?fbclid=IwAR3gssmEn6n-QWCrVykUqbyr94BqgGfX-xKQK-2FvUP3rkuB_YeR-jGOvXk) (last visited Nov. 30, 2019).

<sup>214</sup> See Vanguard, *Vanguard ESG U.S. Stock ETF (ESGV)*, <https://investor.vanguard.com/etf/profile/ESGV> (last visited Nov. 30, 2019).

<sup>215</sup> See Principles for Responsible Investment("PRI"), *What are the Principles for Responsible Investment? – Signatories' commitment*, <https://www.unpri.org/pri/what-are-the-principles-for-responsible-investment> (last visited Nov. 30, 2019).

Morgan Asset Management)等代表性機構簽署<sup>216</sup>，影響力可見一般。

而除了 PRI 之外，機構投資者間也逐漸以組織之形式聯合關注環境與社會議題，前述之碳信息揭露計畫與全球氣候風險投資人網絡即為適例<sup>217</sup>。機構股東也正在開發更進步之分析工具，以辨別、量化各種企業之非財務指標，如富達投資(Fidelity Investments)、美林證券(Merrill Lynch)與高盛(Goldman Sachs)等業者都已提供相關產業之 ESG 績效指標，以幫助其進行風險管理<sup>218</sup>。綜上所述，伴隨國際潮流之發展，機構投資者越來越重視利害關係人層面之考量。

## 第二款、國內發展

我國之機構投資者是否如同國際趨勢般對利害關係人投以越來越多之關注，首先可從機構投資人盡職治理守則之簽署狀況窺知一二，承前所述，該守則旨在鼓勵機構投資者本於長期價值關注被投資公司，故簽署者應在一定程度上考量其決策對利害關係人之影響，這與前述之 ESG 分析是本於相同之理念。而在守則採取自願簽署之模式下，截至 2019 年 11 月為止，共有 149 間國內外機構投資者簽署該守則，對比於 2017 年底前僅有 38 間<sup>219</sup>，在不到兩年之時間內簽署者已有快速之增長，足以顯見我國機構股東亦有逐漸重視企業長期價值之趨勢。

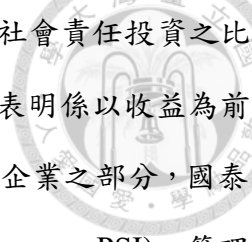
而在個別機構之具體實踐上，我國亦有越來越多之機構投資者主動將負責任投資之概念納入其投資決策與嗣後之參與監督中。舉例而言，我國勞動基金即擬定社會責任投資政策，表明將於投資過程中考量社會、勞工權益、人權及環境等構面，並採用相關社會責任與可持續性指數，作為委託經營之參考，而對於已持股一定比例之公司，亦將透過對話、行使表決權等方式促使公司對利害關係人議題之關注

<sup>216</sup> See Principles for Responsible Investment(“PRI”), *Signatory directory*, <https://www.unpri.org/signatories/signatory-directory> (last visited Nov. 30, 2019).

<sup>217</sup> 參前揭註 198、199。

<sup>218</sup> Harper Ho, *supra* note 182, at 89.

<sup>219</sup> 參臺灣證券交易所公司治理中心網站公布之盡職治理守則簽署名單，<http://cgc.twse.com.tw/stewardshipList/listCh> (最後瀏覽日：30/11/2019)。

220，此外，其亦於網站上公布每年推動社會責任投資之成效<sup>221</sup>與社會責任投資之比例<sup>222</sup>，以供大眾檢驗。值得注意的是，勞動基金於該政策中特別表明係以收益為前提考量，這似乎與前述折衷治理目的之概念不謀而合。而就民間企業之部分，國泰人壽表明將自願遵循永續保險原則(Principles for Sustainable Insurance, PSI)，管理 ESG 相關風險，以支持永續發展<sup>223</sup>，其亦制定供應商企業社會責任守則與環境及能源政策，前者鼓勵合作之供應商重視勞工權益、就業安全、環境保護與誠信道德等領域<sup>224</sup>，後者則強調應管理營運對環境之影響，並推動各項環保倡議<sup>225</sup>。另外，旗下包含凱基銀行、凱基證券與中國人壽等成員之中華開發金控，亦表明將遵循 PRI 等責任投資策略，制定相關評估工具，於投資組合之建構中落實 ESG 之管理程序，其並於社會責任報告書中揭示具體之 ESG 審核流程<sup>226</sup>，頗具參考價值。

最後，我國主管機關推行之公司治理評鑑一直是機構股東在評估投資組合時重要之參考工具，而該評鑑近年來逐漸提高有關利害關係人權益指標之比例，以社會與環境責任之實踐作為識別良好企業之標準<sup>227</sup>，這也促使機構投資者更容易將 ESG 分析納入投資決策之過程。綜上，因應國際潮流之推展，我國之機構投資者雖尚未發展出規模性之組織以擴大對利害關係人層面之提倡，對相關社會性議案之提出亦屬少見，但從盡職治理守則之簽署、個別機構之責任投資策略等指標觀

<sup>220</sup> 參勞動部勞動基金運用局社會責任投資政策，<https://www.blf.gov.tw/media/21046/policy.pdf> (最後瀏覽日：30/11/2019)。

<sup>221</sup> 參勞動基金推動社會責任投資成效，<https://www.blf.gov.tw/media/27488/sri%E6%88%90%E6%95%88.pdf> (最後瀏覽日：30/11/2019)。

<sup>222</sup> 參勞工退休基金社會責任投資(SRI)比例、勞工保險基金社會責任投資(SRI)比例，<https://www.blf.gov.tw/8812/8817/8929/8934/8937/9174/> (最後瀏覽日：30/11/2019)。

<sup>223</sup> 參國泰人壽 2016 年、2017 年自行遵循 PSI 揭露報告，<https://campaign.cathaylife.com.tw/CorporateSustainability/report.html> (最後瀏覽日：30/11/2019)。

<sup>224</sup> 參國泰人壽保險公司供應商企業社會責任守則，<https://campaign.cathaylife.com.tw/CorporateSustainability/download/SocialResponsibility.pdf> (最後瀏覽日：30/11/2019)。

<sup>225</sup> 參國泰金控集團環境及能源政策，[https://campaign.cathaylife.com.tw/CorporateSustainability/download/EnergyPolicy\\_CHI.pdf](https://campaign.cathaylife.com.tw/CorporateSustainability/download/EnergyPolicy_CHI.pdf) (最後瀏覽日：30/11/2019)。

<sup>226</sup> 參中華開發金控，2017 年企業社會責任報告書，頁 31-33，<https://www.cdibh.com/Content/files/ch/2017%E5%B9%B4%E7%A4%BE%E6%9C%83%E8%B2%AC%E4%BB%BB%E5%A0%B1%E5%91%8A%E6%9B%B8.pdf> (最後瀏覽日：30/11/2019)。

<sup>227</sup> 可參臺灣證券交易所公司治理中心 108 年度公司治理評鑑指標。



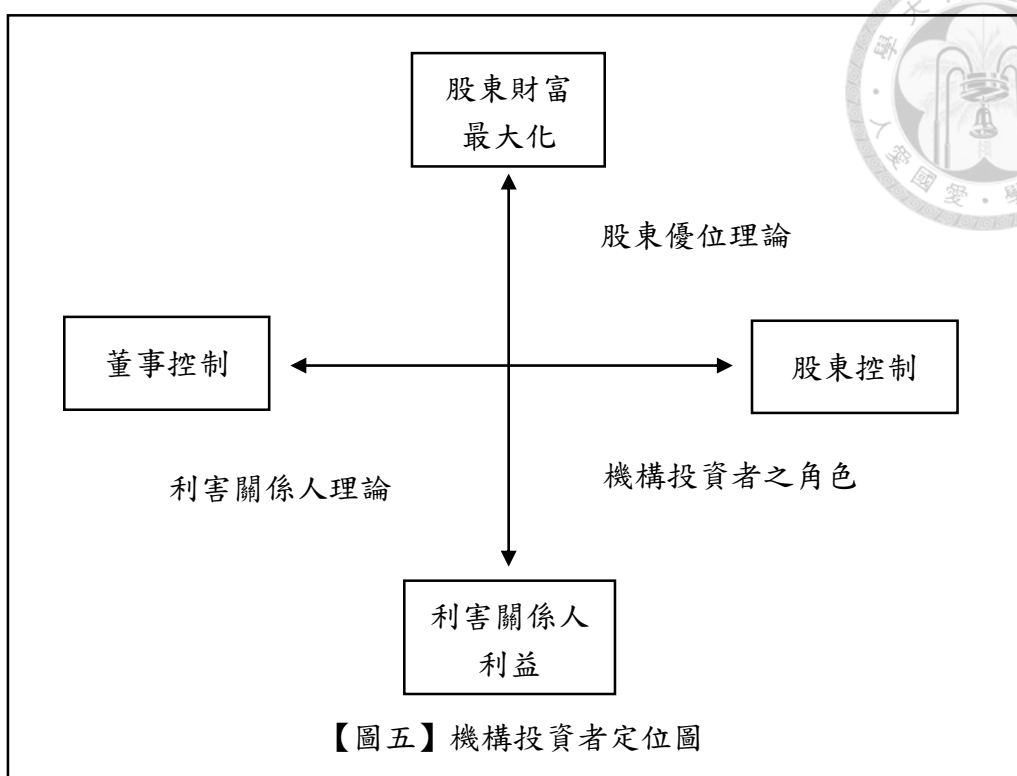
察，我國之機構股東亦逐漸從利害關係人之面向定義其投資回報。



## 第六節、小結

本文在此章節中嘗試提出機構投資者之公司治理定位，從公司治理之兩個設問出發，本文認為所有治理之爭議皆圍繞於公司應為誰而管理，以及公司應如何管理這兩個基本問題之歧異上，而這根植於對公司本質與公司法目的之不同理解。該歧異最終形成了股東優先原則與利害關係人理論之歷史論辯，在檢視了有關此二理論之論據與批評後，吾人認為股東優先原則雖非論理上之應然，卻具有減少代理問題與促進經營效率之實益，而利害關係人理論雖具法理上之正當性，卻必須面臨經濟現實之考驗，這樣的矛盾進一步反映在了對股東行動主義之支持與擔憂上。而為緩解兩說之衝突，可能之折衷治理模式是以股東之長期價值為目標，並以相關法規為配套，建構股東與利害關係人權益之適當平衡。此外，為避免董事自我圖利以及利害關係人監督誘因不足之問題，本文認為適當之治理方法仍應將公司控制權之中心向股東偏移，由股東扮演主要之監督角色。

然而，股東自利之問題係上開治理模式之主要障礙，又或者可以說，對於股東自利之假設是整個公司治理辯論之癥結所在。為實現兼顧社會正當性與經濟效率之治理制度，有必要促使股東本於自身之長期價值監督經營者考量決策對其他利害群體之影響。而本文認為，逐漸崛起之機構投資者有能力與誘因承擔這樣的公司治理角色，吾人也從國際與國內之發展趨勢上觀察到了一些具體實踐，以支持本文的論點。但必須強調的是，縱然機構股東具有這樣的能力與誘因，亦不代表其必然會主動依循上開治理模式，現實層面上可能存在的其他障礙，以及相關監管制度如何形塑之問題，本文將於後續之章節再詳加討論。最後，本文之目的並非選擇或創造最理想之公司治理模式，而是透過對機構投資者性質之分析，嘗試掌握其於當代治理辯論中之定位，以作為相關政策推行之目標，以下即以前述 Bainbridge 教授之軸線圖，重新定位機構投資者之位置。



資料來源：作者自製



## 第四章、機構投資者參與之障礙與隱憂

在前一章節中，本文認為機構投資者或可成為股東優位與利害關係人論辯之調和者，政策上可期待其發揮有力股東之影響力，為利害關係人之利益監督公司營運。然而，縱使吾人提出機構股東有能力與誘因承擔如此之公司治理角色，但其實際運作上是否會依循上開治理模式不無疑慮。機構投資人之參與可能面臨被動性之障礙，亦可能引發短期主義之隱憂，使其無法兌現原本之政策期待。本章節即以此為核心，嘗試分析機構投資人行動主義可能遭遇之困境與批評，並聚焦於我國之情況。而本文也將在後續章節中提出可能之應對方法。

### 第一節、被動性問題

首先，要推動以機構股東為導向之治理模式所面臨之最大障礙即為機構投資者之被動性問題，一直以來，以被動型投資管理人為首之機構股東普遍被認為對其投資公司之治理意興闌珊，正如 Gilson 與 Gordon 教授所指出的，機構投資者總是理性的保持沉默，這意味著其雖可能會回應其他投資人之干預，但不太可能主動發起治理行動<sup>228</sup>。而在金融危機之後，機構投資者在監督上之被動性更是受到廣泛之譴責，2009 年，英國財政部金融服務局局長 Lord Myners 將機構股東形容為「缺席之地主」，指責他們在危機時放任經營者損害公司之行為，導致系統性風險之蔓延<sup>229</sup>。然而，近年來亦有論者認為，機構投資者之行為模式已逐漸改變，許多證據顯示機構股東越來越積極的與被投資公司接觸，這促使本文重新思考機構投資者參與之誘因。究竟機構投資人係主動或被動之股份所有者，本節擬從被動性之正反觀點為始，接著研究我國機構股東之參與情形，最後嘗試對被動性問題提出完整之理論分析。

<sup>228</sup> Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Agency Capitalism: Further Implications of Equity Intermediation*, in RESEARCH HANDBOOK ON SHAREHOLDER POWER 33 (Jennifer G. Hill & Randall S. Thomas ed., 2015).

<sup>229</sup> Brian R. Cheffins, *The Stewardship Code's Achilles' Heel*, 73 MOD. L. REV. 1004, 1005-1006 (2010).



## 第一項、機構投資者被動性之爭論

本部分首先聚焦於有關機構股東被動與否之正反論辯，分別概述傳統上認為機構投資者被動之可能因素，以及近年來學者提出對於被動性之反面觀點，以作為後續實證調查與理論建構之基礎。

### 第一款、機構投資者被動之可能因素

雖然本文肯定機構投資者有動機本於長期價值關注公司治理，但現實上可能有其他原因削弱其積極參與之誘因，進而阻礙機構股東行動主義之實踐，以下即逐一分析這些可能導致其被動性之因素：

#### 第一目、參與成本高，可能會降低回報

首先，要透過行動主義影響公司經營需耗費一定之成本，不僅需對公司之內部治理問題進行研究，亦需為所選擇之參與手段付出相當之代價，還需面臨評估參與回報之困難性以及參與結果之不確定性，正如前美國退休基金協會主席所言：「當你與一間有問題之公司進行協商時，這將難以想像的困難與耗費時間」<sup>230</sup>，這可能導致機構股東在決定是否進行干預時卻步。尤其對於主要依靠成本競爭之被動型投資管理人而言，參與所需之成本會降低回報，導致客戶流向其他可提供更高回報之競爭對手<sup>231</sup>，因此，被動型投資管理人更缺乏財務上之誘因進行公司治理活動。

#### 第二目、持股多元化，缺乏參與之資源與利益

被動型投資管理人與許多資產擁有者具有相當多元化之投資組合，其同時投資大量不同公司之股份，而對個別公司之持股份額相對不高。這一方面導致其能投入於監督特定公司之資源有限<sup>232</sup>，因此難以掌握個別公司之營運狀況，並識別特定之治理缺陷。另一方面，多元化之持股亦導致此類機構股東進行特定公司治理干預

<sup>230</sup> *Id.* at 1014.

<sup>231</sup> Strampelli, *supra* note 31, at 804-805.

<sup>232</sup> Reisberg, *supra* note 90, at 230.

帶來之收益相當有限，因為任一公司之治理風險在其整體投資組合下造成之影響顯得無關緊要，改善其治理問題之回報甚至不如降低參與成本之回報<sup>233</sup>。尤其對指數型基金而言，其主要之目標乃在複製市場表現，具有固定之投資組合，故既無法增加對治理良好公司之持股，亦無法在發現經營弊端時退出，因此可能缺乏監督或改善個別公司營運表現之興趣<sup>234</sup>，造成在承擔治理角色上不可避免之被動性。

### 第三目、搭便車難題

多元化與分散之股權結構亦造成機構股東參與之搭便車難題，析言之，由於機構投資者間可能因追蹤類似之指數表現而有較一致之投資組合，同一公司可能成為數檔基金之投資標的，因此，當特定機構股東願意承擔行動主義之成本改善目標公司之治理時，將同時使公司內其他相互競爭之機構投資者受益。換言之，沒有進行治理監督之機構股東可能搭這些積極股東之便車，利用其治理努力提升基金回報，並藉由保持同樣之收費水平吸收行動主義股東之客戶，造成積極參與之機構投資者競爭力下滑<sup>235</sup>，故具多元化特色之機構股東普遍不願成為搭便車問題下之犧牲者。

### 第四目、延長之股權連鎖，降低所有者思維

在現代投資結構之背景下，股權之連鎖關係顯得更加複雜，越來越多專業化投資中介機構之興起，造成股價回報之真正受益人與被投資公司之間相距甚遠。以退休基金為例，身為基金受益人之廣大客戶先是將資金投入於退休基金之中，退休基金通常會再委任其他投資管理者為其進行資產配置，該資金最終根據投資管理者之策略買入被投資公司之股份。這種延長之股權關係除降低了最終受益人管理被

<sup>233</sup> Fichtner et al., *supra* note 70, at 307.

<sup>234</sup> Jill E. Fisch et al., *The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors* 4 (U of Penn, Inst for Law & Econ, Research Paper No. 18-12, 2019).

<sup>235</sup> See Lucian A. Bebchuk et al., *The Agency Problems of Institutional Investors*, 31 J. ECON. PERSP. 89, 100-01 (2017).

投資公司之興趣外，亦導致投資中介機構缺乏監督被投資公司之責任感<sup>236</sup>，間接促成被動性之障礙。



第五目、某些被動型投資管理人無法透過退出威脅，故難以監督

以指數型基金為例，某些被動型投資管理人具有事前固定之投資組合，故無法於投資後任意賣出被投資公司之股份，因而有論者認為，這種特性將限制指數型基金有效監督經營者之能力，因為其無法透過退出之威脅來向經營階層施壓<sup>237</sup>，不論公司是否回應機構股東之治理建議，皆無須擔憂資金撤離之風險。這種不對稱性將增加參與之難度，從而降低了此類被動型投資管理人投入治理活動之意願。

第六目、流動性需求

而對於有退出選項之機構投資者而言，其可能為確保流動性之需求，而有必要時常保留離開表現不佳公司之空間。因此，其通常不希望被鎖定在特定之干預政策裡，也因隨時可能離開之考量，而減少其積極研究公司治理問題之動機<sup>238</sup>。

第二款、被動性之反面論點

縱然由於上開因素，機構投資者普遍被認為被動而缺乏參與，這似乎亦與早期之實證結果相符，然而，近年來逐漸有論者透過對機構股東行動主義之重新觀察，發現其亦存在積極參與之面向，因而提出有關被動性之反面論點，試圖從嶄新之角度思考機構股東採取治理行動之可能原因。而除了在前述機構投資者公司治理角色之建構中所提到的，機構股東可能會由於聲譽之考量而扮演積極之長期監督者，以及部分被動型投資管理人不能退出之特性反而使其有誘因透過參與來提升公司表現外，近期之文獻更多地著重於被動型投資管理人與主動型投資管理人之相互關係上。此外，機構投資人之規模與股東行動主義之興起等趨勢，也可能對被動性

<sup>236</sup> Reisberg, *supra* note 90, at 228-229.

<sup>237</sup> Strampelli, *supra* note 31, at 815-816.

<sup>238</sup> 李懿洋，前揭註 208，頁 70-71。



之傳統觀點造成影響，以下即逐一分析這些被動性之反面觀點。

### 第一目、基金業者之資源整合

傳統對於投資管理人之分析往往侷限在個別基金之行為層面上，將每一檔基金分開觀察，並分別研究其參與之成本與誘因，然而，此種觀察方式可能產生見樹不見林之謬誤。詳言之，基金本身僅是用以表彰資金提供者權益之受益憑證或股份，基金之投資決策與股東權利之行使係由身為發行人之基金業者決定，故有關投資管理人之行為分析應側重於基金業者之商業模式<sup>239</sup>。而基金業者通常會發行並管理數檔基金，其中可能包含採取被動與主動投資策略之基金，換言之，基金業者可能同時具有被動型與主動型投資管理人之型態。因此，同一業者下之不同基金可以共享並整合彼此之資源，進而集中監督角色，以最小化參與治理之成本<sup>240</sup>。舉例而言，共同基金多元化持股之特性導致其難以掌握投資組合中個別公司之治理信息，故可能趨於消極，相較之下，致力於影響經營之私募基金可能具有更多個別公司之內部資訊，因此，在同一基金業者之整合下，共同基金可利用同一家族內私募基金之信息優勢，降低監督治理之成本<sup>241</sup>。這使被動型投資管理人更容易干預被投資公司之經營管理，從而提升其積極參與之意願。

### 第二目、指數型基金與主動型投資管理人之競爭

另有論者將注意力集中於指數型基金與主動型投資管理人之競爭關係上。析言之，傳統觀點認為指數型基金僅會與其他指數型基金競爭，這是因為此類基金普遍沒有退出之選項，因此無法與採取積極策略之私募基金等主動型投資管理人競爭。然而，有學者認為，雖然指數型基金可能被鎖定在其投資組合當中，但作為其客戶之資金提供者卻非如此，資金提供者具有贖回之選項，其可在一定條件下離開表現不佳之基金。因此，若主動型投資管理人之績效表現優於指數型基金，可能導

<sup>239</sup> Fisch et al., *supra* note 234, at 4.

<sup>240</sup> Fichtner et al., *supra* note 70, at 309.

<sup>241</sup> Fisch et al., *supra* note 234, at 15.

致資金提供者之轉移，故指數型基金亦有誘因與主動型投資管理人競爭這些投資人<sup>242</sup>，而正是因為這種競爭關係，可能提升指數型基金之參與意願。

問題之關鍵在於，指數型基金應如何與主動型投資管理人競爭呢？此時競爭之重點不再是成本，而是基金表現，而本文認為指數型基金至少可以透過兩種方式在表現上與主動型投資管理人相抗衡。首先，正如前已提及的，由於指數型基金可能不能退出投資標的，故其僅能透過積極監控投資組合公司，並行使治理權限來提升公司價值<sup>243</sup>，換言之，指數型基金必須依靠「發聲」來提升基金回報，從而與主動型投資管理人對抗。其次，由於主動型投資管理人係藉由研究特定公司之資訊，尋找市場之錯誤定價，再藉以買入股票並參與經營來獲利，而指數型基金可透過降低主動型投資管理人此種本於投資裁量權享有之優勢來與之競爭。詳言之，指數型基金應有誘因降低主動型投資管理人利用市場錯誤估價獲利之能力，而要達成該目標，首要之方式即為減少錯誤定價之發生率以及價格之不穩定性，而這可以透過改善公司治理來實現。良好之公司治理可以提高公司之透明度、增進財務報告之質量，從而向市場發出正確之信號，使投資人得以更準確地為公司之股份定價，也可以減少價格之波動<sup>244</sup>，藉以限制主動型投資管理人之獲利機會，故指數型基金與主動型投資管理人之競爭將使其有更大之誘因積極投入治理行動。

### 第三目、規模經濟降低參與成本

普遍被認為屬於低度參與者之被動型投資管理人，實際上在基金市場具有相當廣大之規模，不論是美國之三巨頭或我國之投信業者皆是如此。而鑒於龐大之規模所創造之經濟效益，將使被動型投資管理人得以更低廉之成本參與治理行動<sup>245</sup>，進而增加其行使股東權利之誘因。亦由於規模龐大，導致其與許多大型之資產擁有

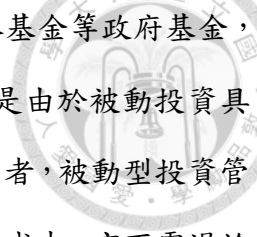
<sup>242</sup> *Id.* at 4.

<sup>243</sup> 參照：葉銀華，前揭註 24，頁 302。See also Jan Appel et al., *Passive Investors, Not Passive Owners*, 121 J. FIN. ECON. 111, at 113-14 (2016).

<sup>244</sup> Fisch et al., *supra* note 234, at 16-17.

<sup>245</sup> Fichtner et al., *supra* note 70, at 308.





人具有相當之依存關係<sup>246</sup>，換言之，許多資產擁有人，例如退休基金等政府基金，可能會固定將資產委託給被動型投資管理人管理，這一方面也是由於被動投資具有較低之風險。因此不論是從一般投資大眾或是大型之資產擁有人，被動型投資管理人皆可確保一定程度之資產來源，故縱然因為參與行動而提高成本，亦不需過於擔心客戶流失之潛在危機。此外，被動型投資管理人間越來越有聯合行動之趨勢，這亦有助於進一步擴大規模經濟帶來之成本效益。

#### 第四目、股東影響力之提升與股權研究代理機構

最後，隨著股東行動主義逐漸在各國成為政策主軸，更廣泛的股東投票範圍與更少的股東提案限制，皆促使股東之影響力與日俱增，這顯然為持股較多之機構投資者提供了治理參與之有力工具，亦使經營者更願意回應機構股東之聲音。更有甚者，由於經營者需要尋求機構股東之支持，故其有誘因主動向機構投資者告知更多公司內部信息，並自動遵循其治理策略，這都降低了機構股東行動主義之成本。此外，股權研究代理機構提供之投票建議也減少了機構投資者用於分析特定公司營運所需之資訊成本，這對於具有多元化投資組合之被動型投資管理人或資產擁有人而言尤其重要。綜上所述，近年來的政策取向以及各種股務專業機構之興起都使機構股東之治理干預更加容易，因而提升其參與之意願。

#### 第二項、我國機構投資者參與情形之研究

透過對被動性爭論之分析，本文發現有關機構投資人普遍缺乏參與之形象未必無庸置疑，尤其在近年來以股東為導向之治理進程下，或許有必要重新審視傳統上對於機構股東角色之理解，故本部分擬觀察我國機構投資者實際參與被投資公司治理之情形，作為檢驗機構股東被動性與否之基礎，以對系爭問題提出實證面之評析。

---

<sup>246</sup> Fisch et al., *supra* note 234, at 15.



## 第一款、機構投資者之投票情形

作為股東行動主義最普遍之展現方式，表決權之行使是觀察股東參與公司經營程度的重要指標，故以下即以機構股東參與被投資公司投票之程度與投票之傾向作為檢驗其是否被動之參考依據。

### 第一目、投票參與度

首先，就機構投資人於其所投資公司之股東會上參與投票之程度而言，以美國為前車之鑑，其證券交易委員會(SEC)於 2003 年通過規則要求共同基金應揭露其如何就投資組合公司之持股進行投票<sup>247</sup>，該規則本身雖未課予共同基金參與投票之義務，但實際上卻促使美國之共同基金目前幾乎對所有被投資公司之議案行使表決權，可謂借重揭露之效果取代強制性規定之典例。同樣之模式也受到後來新修正之 OECD 公司治理原則以及股東權利指令所青睞，前者主張機構投資者應揭露其對被投資公司之投票政策<sup>248</sup>，後者則更進一步要求其應揭露於投資組合公司股東會上之投票結果<sup>249</sup>。

不令人意外地，在英國，以及日本與我國等繼受國所頒佈之機構投資人盡職治理守則之中亦可發現同樣之揭露規定，要求簽署守則之機構股東不僅應公開建立明確之投票政策，亦應揭露實際參與投票之情形<sup>250</sup>。此舉確實促使我國之機構投資人囿於聲譽之考量，並配合主管機關對電子投票制度之推行<sup>251</sup>，而於近年來對被投

<sup>247</sup> Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies, Securities Act Release No. 8188, Exchange Act Release No. 47,304, Investment Company Act Release No. 25,922 (Jan. 31, 2003).

<sup>248</sup> ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (“OECD”), G20/OECD PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE 30 (2015).

<sup>249</sup> Directive 2017/828, of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 Amending Directive 2007/36 as regards the Encouragement of Long-Term Shareholder Engagement, 2017 O.J. (L132/1) art. 3g.

<sup>250</sup> U.K. STEWARDSHIP 2012, *supra* note 4, Principle 6；以及我國機構投資人盡職治理守則第四章原則五。

<sup>251</sup> 金融監督管理委員會自 101 年起強制實收資本額達新臺幣一百億元以上且股東名簿記載股東人數達一萬人以上之上市櫃公司，召開股東會時須採行電子投票制度，此後逐漸擴大電子投票強制採用範圍，自 103 年起逐年調降前開實收資本額之標準，並自 107 年起，強制上市櫃公司召開股東會須全面提供電子投票制度，以促進股東參與。另根據臺灣集中保管結算所之統計，採用

資公司展現較高之投票參與度。以國內四大政府基金為例，除國家發展基金未公布實際參與投票情形外，勞動基金、退休基金與中華郵政基金於 2018 年均對投資組合公司有近 100%之投票比例<sup>252</sup>。其他資產擁有人雖未如此高度參與議案表決或出席股東會，但其參與比例亦有逐年提升之態勢。

另值得說明的是，就投資管理人部分，按我國證券投資信託事業管理規則第 23 條第 1 項規定：「證券投資信託事業行使證券投資信託基金持有股票之投票表決權，除法令另有規定外，應由證券投資信託事業指派該事業人員代表為之。」；同條第 4 項則規定：「證券投資信託事業應將基金所持有股票發行公司之股東會通知書及出席證登記管理，並應就出席股東會行使表決權，表決權行使之評估分析作業、決策程序及執行結果作成書面紀錄，循序編號建檔，至少保存五年。」，由此規定可知，我國證券投資信託業者若出席其基金所投資公司之股東會者，有指派事業代表人員行使表決權之義務。此規定雖未強制要求投信業者出席投資組合公司之股東會，然金融監督管理委員會於 2016 年發布之函令指出，投信事業之任一基金持有公開發行公司股份均未達三十萬股且全部基金合計持有股份未達一百萬股者，或投信事業之任一基金持有採電子投票之公開發行公司股份均未達該公司股份總數萬分之一且全部基金合計持有股份未達其萬分之三者，得不指派人員出席股東會。該函令又指出，投信業者所管理之基金持有公開發行公司股份未達一千股者，得不行使該基金持有股票之投票表決權<sup>253</sup>。由此反面解釋，可推知若投信業者之基金不

---

電子投票者以專業機構法人為大宗，其使用電子投票之權數亦逐年增加，可見電子投票之普及確有助於機構股東參與度之提升。

<sup>252</sup> 參勞動基金運用局 107 年履行盡職治理暨投票情形，<https://www.blf.gov.tw/media/26937/107%E5%B9%B4%E5%B1%A5%E8%A1%8C%E7%9B%A1%E8%81%B7%E6%B2%BB%E7%90%86%E6%9A%A8%E6%8A%95%E7%A5%A8%E6%83%85%E5%BD%A2.pdf> (最後瀏覽日：30/11/2019)；公務人員退休撫卹基金管理委員會遵行盡職治理守則揭露 107 年度出席被投資公司股東會情形，<https://ws.fund.gov.tw/Download.ashx?u=LzAwMS9VcGxvYWQvOC9yZWxmaWxlLzExNzU2LzEzNzczLzE0ZmVmN2NmLTBjNjktNDFiMy04NTY3LTE5YTA5NTNhZWU1MC5wZGY%3D&n=OTIxNTEzNTAxNDcxLnBkZg%3D%3D&icon=.pdf> (最後瀏覽日：30/11/2019)；中華郵政股份有限公司 107 年履行盡職治理守則情形，[https://www.post.gov.tw/post/FileCenter/post\\_ww2/post\\_docdata\\_att/att\\_content/8B8C49EC-75A2-49B5-9D31-8A97FABF077D/4CDFB088-C4FA-4540-ACC7-8B689920D08F.pdf](https://www.post.gov.tw/post/FileCenter/post_ww2/post_docdata_att/att_content/8B8C49EC-75A2-49B5-9D31-8A97FABF077D/4CDFB088-C4FA-4540-ACC7-8B689920D08F.pdf) (最後瀏覽日：30/11/2019)。

<sup>253</sup> 參照：金融監督管理委員會(105)金管證投字第 1050015817 號令：「...



符合上開持股條件，即有派員出席股東會之義務，且若投信基金投資公開發行公司達一千股以上者，亦有就其持股部分參與投票之義務。故我國之證券投資信託基金在上開法規與函令之要求下，除部分持股未達標準之公司外，普遍參與所有投資組合公司議案之表決，具有相當高之投票參與度<sup>254</sup>。

## 第二目、投票傾向

縱使我國機構投資者之投票參與度普遍不低，然若僅以此認定其屬積極行動之股份所有人則稍嫌速斷，機構股東是否確實在仔細評估各議案具體利弊之前提下行使表決權，亦或僅是遵循統一、固定之投票策略，以搪塞法規要求或營造企業形象，尚有賴對其投票傾向之進一步檢驗。本文以下統計 2018 年度有公開揭露「公司出席被投資公司股東會各類議案投票情形」之 80 間於我國有投資活動之機構投資者之投票傾向<sup>255</sup>，以作為被動性分析之參考，並將評析之重點置於機構投資者之投票與經營者一致之程度、反對或棄權之議案類型以及機構股東對特定議案之態

(二) 證券投資信託事業所經理之證券投資信託基金符合下列各目條件者，證券投資信託事業得不指派人員出席股東會：

1. 任一證券投資信託基金持有公開發行公司股份均未達三十萬股且全部證券投資信託基金合計持有股份未達一百萬股。
2. 任一證券投資信託基金持有採行電子投票制度之公開發行公司股份均未達該公司已發行股份總數萬分之一且全部證券投資信託基金合計持有股份未達萬分之三。...

三、證券投資信託事業所經理之任一證券投資信託基金持有公開發行公司股份未達一千股者，得不向公開發行公司申請核發該基金持有股票之股東會開會通知書及表決票，並得不行使該基金持有股票之投票表決權。但其股數應計入前點第二款及第三款之股數計算。...

<sup>254</sup> 以第一金證券投資信託公司為例，在其投資組合公司之董監事選舉中，近兩年之投票比例均高達九成以上。參第一金投信 2017 年度代基金出席股東會投票彙總表，[https://www.fsitc.com.tw/Files/ManageUnitContentType1/%E7%AC%AC%E4%B8%80%E9%87%91%E6%8A%95%E4%BF%A12017%E5%B9%B4%E5%BA%A6%E4%BB%A3%E5%9F%BA%E9%87%91%E5%87%BA%E5%B8%AD%E8%82%A1%E6%9D%B1%E6%9C%83%E6%8A%95%E7%A5%A8%E5%BD%99%E7%B8%BD%E8%A1%A8\\_20180316090103003768.pdf](https://www.fsitc.com.tw/Files/ManageUnitContentType1/%E7%AC%AC%E4%B8%80%E9%87%91%E6%8A%95%E4%BF%A12017%E5%B9%B4%E5%BA%A6%E4%BB%A3%E5%9F%BA%E9%87%91%E5%87%BA%E5%B8%AD%E8%82%A1%E6%9D%B1%E6%9C%83%E6%8A%95%E7%A5%A8%E5%BD%99%E7%B8%BD%E8%A1%A8_20180316090103003768.pdf) (最後瀏覽日：30/11/2019)；2018 年度代基金出席股東會投票彙總表，[https://www.fsitc.com.tw/Files/ManageUnitContentType1/%E7%AC%AC%E4%B8%80%E9%87%91%E6%8A%95%E4%BF%A12018%E5%B9%B4%E5%BA%A6%E4%BB%A3%E5%9F%BA%E9%87%91%E5%87%BA%E5%B8%AD%E8%82%A1%E6%9D%B1%E6%9C%83%E6%8A%95%E7%A5%A8%E5%BD%99%E7%B8%BD%E8%A1%A8\\_20190214085718583828.pdf](https://www.fsitc.com.tw/Files/ManageUnitContentType1/%E7%AC%AC%E4%B8%80%E9%87%91%E6%8A%95%E4%BF%A12018%E5%B9%B4%E5%BA%A6%E4%BB%A3%E5%9F%BA%E9%87%91%E5%87%BA%E5%B8%AD%E8%82%A1%E6%9D%B1%E6%9C%83%E6%8A%95%E7%A5%A8%E5%BD%99%E7%B8%BD%E8%A1%A8_20190214085718583828.pdf) (最後瀏覽日：30/11/2019)。

<sup>255</sup> 此部分之數據是根據在 2019 年 5 月 31 日前有簽署機構投資人盡職治理守則之 146 間機構投資人所公布之投票情形進行統計，其中僅有 80 間機構投資人有於網站上清楚揭露 2018 年之投票情形。此外，目前並無統一之線上平台可供民眾查詢各機構之投票情形，導致資訊之取得更加困難。

度等面向，其中議案類型部分參考我國盡職治理守則問答集之建議，將所有議案分為 15 種類型<sup>256</sup>，作為歸納之基準。



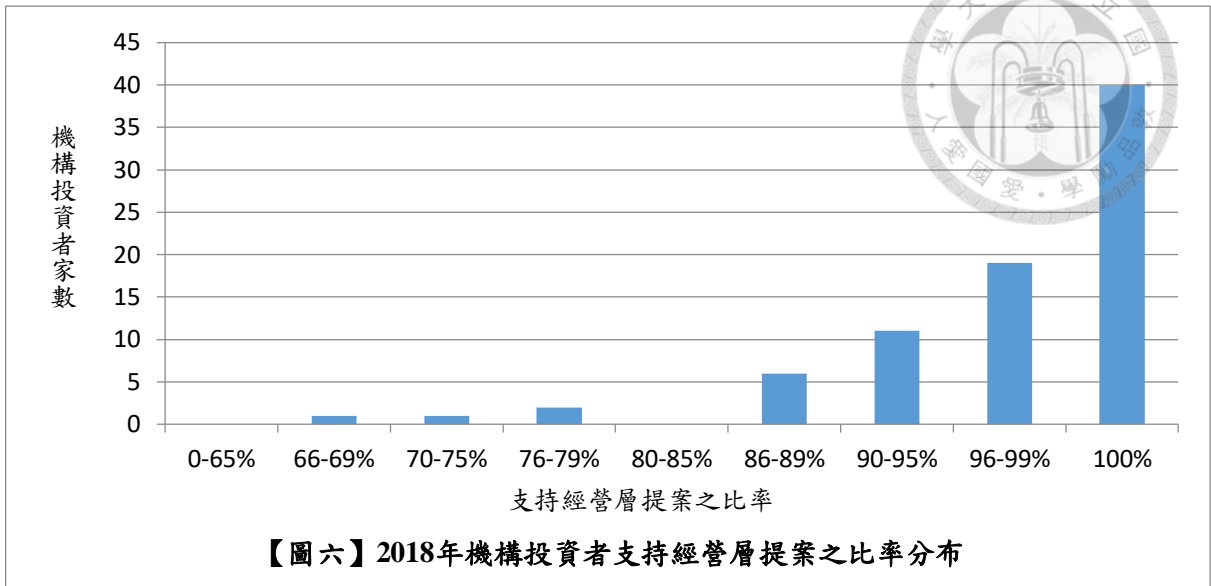
首先，檢驗機構投資人是否審慎行使表決權之判斷要素之一為其投票決策在多大程度上與被投資公司之經營者相一致。而根據對 80 間機構投資人投票情形之分析結果，本文發現有 40 間機構投資者在 2018 年度被投資公司之股東會上百分之百支持經營者之提案，亦即有半數機構股東之投票傾向完全與經營階層一致，另外有 30 間機構投資者贊成經營者提案之比率高達 90%以上，6 間贊成比率達到 80%，3 間達到 70%，最後 1 間亦有近 70%之支持率<sup>257</sup>。而若將統計對象進一步限縮為投資管理人，在可取得資料之 29 間業者當中，有 22 間投票傾向完全與經營者一致，5 間支持比率達到 90%以上<sup>258</sup>。由此可見，我國之機構股東在股東會議案之表決層面基本上與公司派站在一起，鮮少有反對或棄權之情事，此觀察結果與美國共同基金之投票傾向相當，其亦有超過 90%之選票流向經營者<sup>259</sup>。就此可能引發之擔憂是，機構投資人似乎普遍採取原則上支持經營階層之低成本投票策略，而可能欠缺對個別議案與公司體質之具體分析，從而對潛在之治理問題反應遲鈍。

<sup>256</sup> 參「機構投資人盡職治理守則」問答集問題 12 之回覆，將股東會議案類型區分為以下項目：1. 營業報告書與財務報告之承認；2. 盈餘分派或虧損撥補；3. 章程或作業程序修訂；4. 董監事選舉；5. 董監事解任；6. 解除董事競業禁止；7. 發行限制員工權利新股；8. 低於市價發行員工認股權憑證；9. 庫藏股低於實際平均買回價格轉讓員工；10. 公司解散、合併、收購、股份轉換或分割；11. 增資(盈餘/資本公積/紅利分派轉增資或現金增資發行新股)；12. 私募有價證券；13. 減資/現金減資(彌補虧損或現金退還)；14. 行使歸入權；15. 其他。以作為機構投資者揭露投票情形時之參考，故我國機構投資人普遍以此分類為揭露方法。

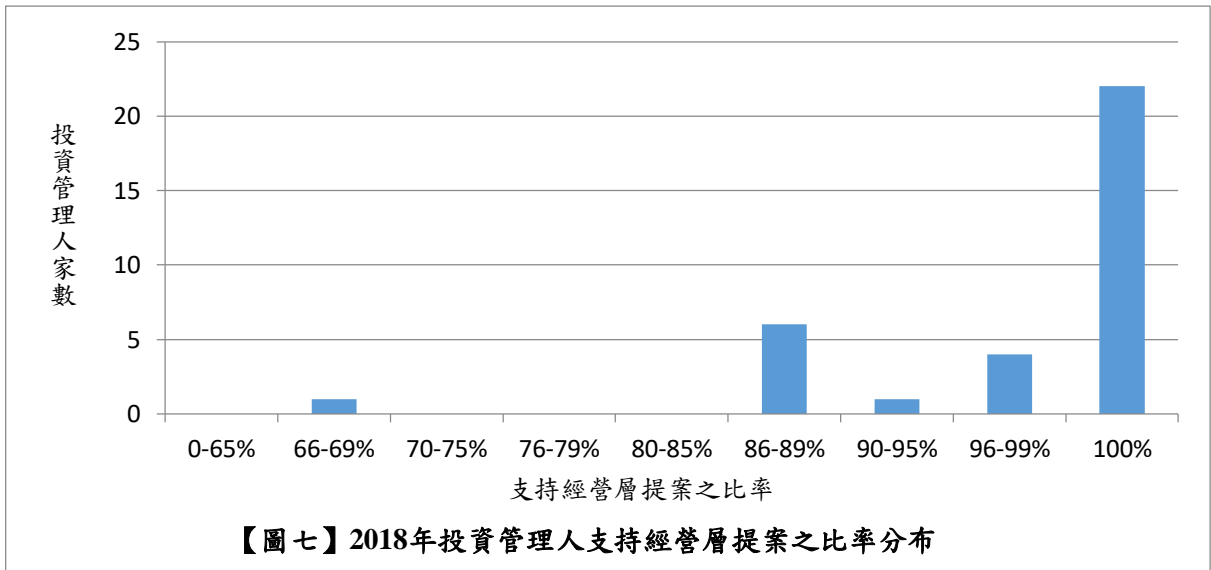
<sup>257</sup> 本部分之統計數據係參考各機構投資者網站公布之 2018 年參與股東會議案投票情形，以各機構股東參與投票之議案總數為分母，以其贊成經營者之議案數為分子，計算其投票與經營者相一致之比率。另需特別註明的是，部分機構股東對於被投資公司之董監事選舉議案僅表示有參與投票之公司數，而未具體敘明對於經營者提名之董監候選人是贊成、反對或棄權，故計算上予以排除。

<sup>258</sup> 另外兩間投資管理人在 2018 年度被投資公司之股東會上支持經營階層提案之比率則分別為 88%與 69%。

<sup>259</sup> Fichtner et al., *supra* note 70, at 317.



資料來源：各機構投資者公布之 2018 年參與股東會議案投票情形

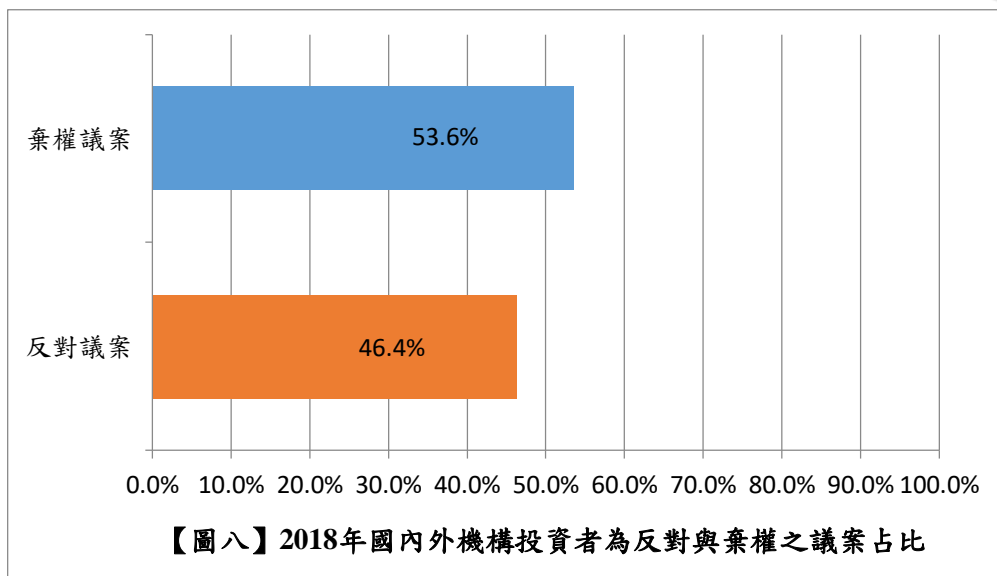


資料來源：各投資管理人公布之 2018 年參與股東會議案投票情形

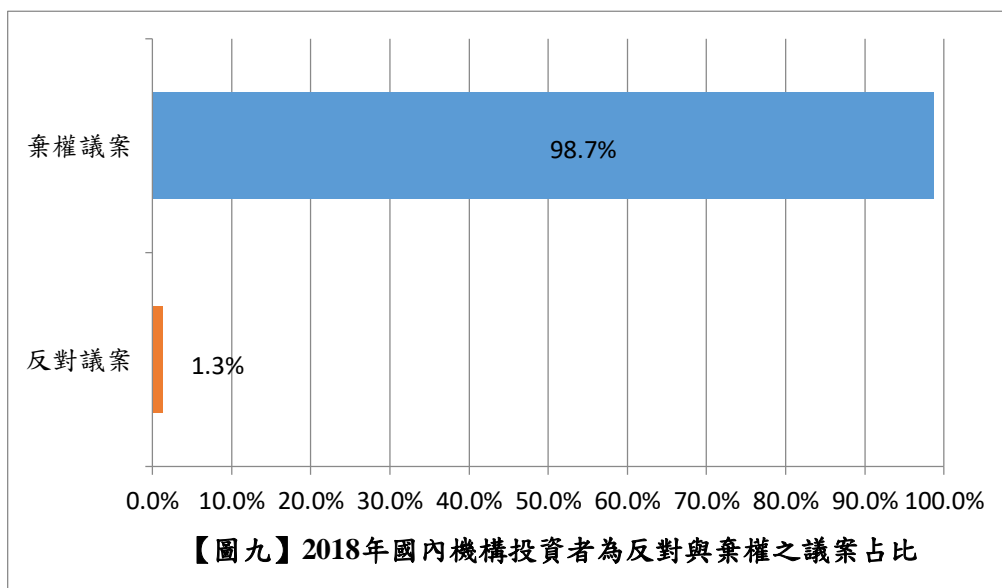
再者，就所有投資我國市場之機構股東投票反對或棄權之議案總數做觀察，可以發現其中棄權議案之佔比為 53.6%，看似與反對票之比例相差無幾，但若將統計對象限縮為我國之機構投資人，則棄權票之佔比竟高達 98.7%<sup>260</sup>。由此可見，相較

<sup>260</sup> 本部分之數據係針對上開 80 間國內與國外之機構投資者中有揭露實際投票反對或棄權之議案數者所做之統計，其中因部分業者將反對與棄權議案統一計算而未區分，故統計上予以排除。

於國外機構投資者仍會反對經營者之提案，我國機構股東在未贊成經營者之情況下，亦主要以棄權之方式表達意見，而非積極反抗管理階層，這似乎顯現我國機構普遍不願與公司起衝突之特徵，以及對公司之治理弊端更顯消極之態度。



資料來源：各機構投資者公布之2018年參與股東會議案投票情形



資料來源：各機構投資者公布之2018年參與股東會議案投票情形

而進一步就反對與棄權之議案類型做分析，數據顯現機構股東投票反對之議案中最大宗者為增資提案，有 4 成左右之比例，其餘議案之比例則較為平均<sup>261</sup>。此或可推測其中一個原因是，機構股東擔心其股權因增資而遭稀釋或股價受影響，故為反對之表示。而在機構投資人為棄權之議案中最大宗者為董事監察人選舉議案，約佔全部棄權議案之 71%，其次則為解除董事競業禁止之議案，約佔全部棄權議案數之 20%，其餘議案類型比例則較零散<sup>262</sup>，換言之，在機構投資人選擇為棄權之表示時，多是針對被投資公司為董監事選任之情況。而若將觀察投票傾向之對象聚焦於董監事選舉，可以發現機構股東有約 72%之議案支持經營者提名之董監候選人，另外 28%則為棄權，幾乎未有投反對票之情事，此與美國共同基金之反對提案多與董監選舉相關之情況較不同<sup>263</sup>。該結果除再次驗證我國機構股東較少干預公司派之經營權外，有關董監事選任案之棄權比例相對較高之原因，一方面可能在於保險業者根據保險法第 146 條之 1 第 3 項之規定，不得行使被投資公司董事、監察人選舉之表決權<sup>264</sup>，故其僅能棄權<sup>265</sup>，另一方面或可認為部分機構股東較傾向扮演中立投資者之角色，而不願公開表態支持或反對特定之候選人。

<sup>261</sup> 其他反對議案所占反對總數之百分比(統計至千分位數)由高至低依序為其他(40%)、章程或作業程序修訂(4.1%)、解除董事競業禁止(4.1%)、發行限制員工權利新股(3.3%)、公司解散/合併/收購/股份轉換或分割(3.3%)、減資/現金減資(0.8%)、董監事解任(0.8%)與營運管理(0.8%)。此外，由於部分機構投資者並未敘明反對或棄權之議案類型為何，故統計上予以排除。

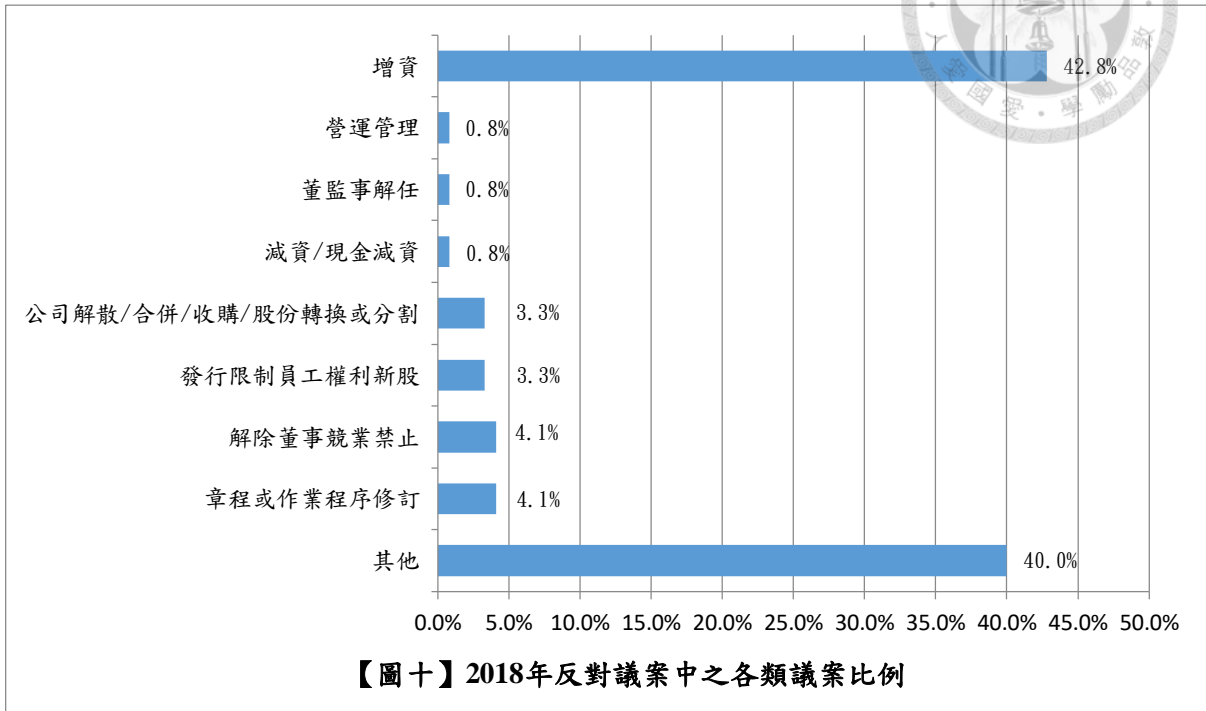
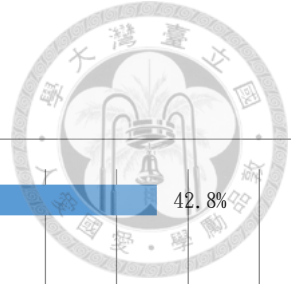
<sup>262</sup> 其他棄權議案所占棄權總數之百分比(統計至千分位數)由高至低依序為章程或作業程序修訂(3.2%)、董監事解任(1.8%)、其他(1.4%)、盈餘分派或虧損撥補(0.6%)、營業報告書與財務報告之承認(0.4%)、增資(0.4%)、公司解散/合併/收購/股份轉換或分割(0.4%)、減資/現金減資(0.2%)、發行限制員工權利新股(0.1%)與私募有價證券(0.1%)。此外，由於部分機構投資者並未敘明反對或棄權之議案類型為何，故統計上予以排除。

<sup>263</sup> Fichtner et al., *supra* note 70, at 318.

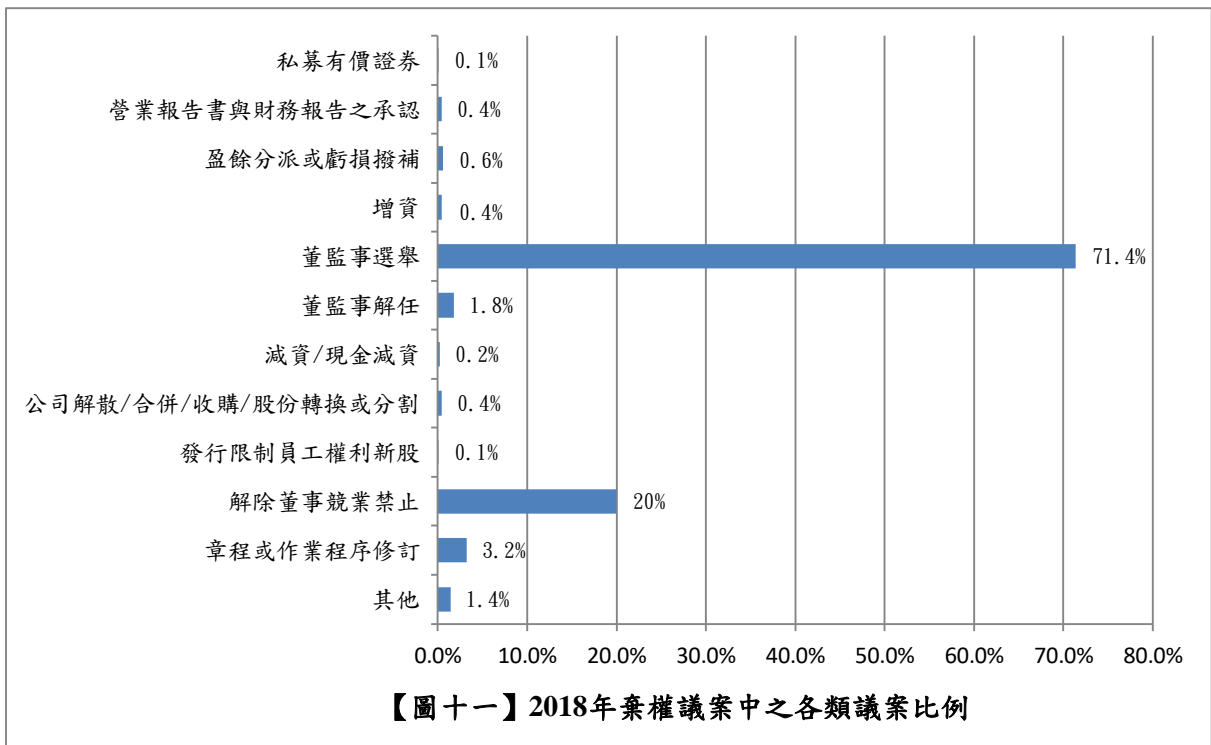
<sup>264</sup> 按保險法第 146 條之 1 第 3 項規定：「保險業依第一項第三款及第六款投資，不得有下列情事之一：一、以保險業或其代表人擔任被投資公司董事、監察人。二、行使對被投資公司董事、監察人選舉之表決權。三、指派人員獲聘為被投資公司經理人。四、擔任被投資證券化商品之信託監察人。五、與第三人以信託、委任或其他契約約定或以協議、授權或其他方法參與對被投資公司之經營、被投資不動產投資信託基金之經營、管理。但不包括該基金之清算。」；另按同法第 146 條之 5 第 3 項之規定，保險業之資金辦理專案運用、公共及社會福利事業投資時，該資金運用亦準用第 146 條之 1 第 3 項之規定，故亦不得行使被投資公司董監選舉之表決權。

<sup>265</sup> 若將保險業者從董監事選舉議案投票統計之基數中去除，則其他機構投資者在董監事選舉議案中支持經營者提名人之比例為 91%，棄權比例則為 9%。

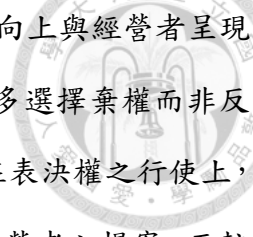




資料來源：各機構投資者公布之2018年參與股東會議案投票情形



資料來源：各機構投資者公布之2018年參與股東會議案投票情形



綜上所述，雖我國機構股東之投票參與度不低，但在投票傾向上與經營者呈現高度一致之情況，即便在不表態支持之議案中，機構股東亦大多選擇棄權而非反對，此在董監事選舉中尤其明顯。從該觀察結果可以認為，至少在表決權之行使上，我國之機構投資者普遍依循單一且籠統之投票策略，主要迎合經營者之提案，而較少針對個別議題為深入積極之分析。

## 第二款、機構投資者之提案與訴訟

除表決權之行使外，股東行動主義之另外兩種典型參與方式為股東之提案權與訴訟權，故要衡量機構投資者對被投資公司之參與度，探究其於股東會提案以及發起股東訴訟之頻率，或可為被動性問題之分析提供切入角度。

而首先，就股東提案之部分，雖其不失為機構投資者參與企業經營之可能手段。然而，根據 2017 年與 2018 年我國上市公司股東提案數量之統計，在該二年度有召開股東常會之 912 家與 927 家上市公司中，機構投資人兩年內合計僅有 6 件之股東提案紀錄<sup>266</sup>，提案者分別為投資顧問業者、投資公司與退休基金，提案內容則包含解任董事、解除董事競業禁止、回收特別股、分派股息與買入庫藏股<sup>267</sup>；若將統計對象改為上櫃公司，則同樣在 2017 年有召開股東常會之 757 間上櫃公司以及 2018 年之 773 間上櫃公司中，機構投資者兩年內合計亦僅提出 7 件股東提案<sup>268</sup>，提案者皆為投資公司，提案內容則包含解任董事、全面改選董事、修改章程與分派股息<sup>269</sup>。由此可見，機構股東基本上極少利用提案之方式參與被投資公司之營業活動。

再者，就股東訴訟方面，根據可得收尋之判決資料，機構投資者幾乎未有依公

<sup>266</sup> 參公開資訊觀測站所提供之民國 106、107 年度上市公司股東行使提案權情形彙總表進行統計。

<sup>267</sup> 機構投資者所提之該 6 件議案中，2 件以非股東會所得決議之事項為由不列入議案，另外 4 件雖有列入卻皆未通過，可見在其極少數之提案表現中，成效亦相當有限。

<sup>268</sup> 參公開資訊觀測站所提供之民國 106、107 年度上櫃公司股東行使提案權情形彙總表進行統計。

<sup>269</sup> 該 7 件議案中，1 件以非股東會所得決議之事項為由不列入議案，2 件由股東自行撤案，另外 4 件雖有列入卻皆未通過。

司法第 200 條訴請裁判解任董事或按第 214 條第 2 項為公司提起訴訟之紀錄，尤其在我國於 2002 年通過證券投資人及期貨交易人保護法，並設立財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心(簡稱投保中心)以為投資人提起股東訴訟後<sup>270</sup>，目前之股東訴訟主要由投保中心所主導，機構股東縱使相較於散戶投資者具有更高之專業知識與訴訟能力，但其通常僅是以股東訴訟作為施壓經營階層之口號，而不會主動行使訴訟權。故綜上而論，在股東提案與訴訟方面，機構投資者之參與顯得相當消極。

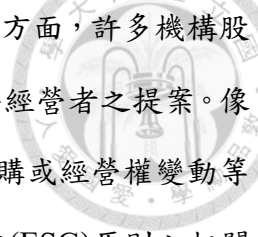
### 第三款、機構投資者之聲明

縱然我國機構投資者在傳統股東權之行使上顯得消極，但與美國之三巨頭、加州公務人員退休基金等大型國際機構股東相同的是，其不乏對外宣稱有積極關注投資組合公司之治理情形，並擬定相關之參與計畫。舉例而言，第一金投信就表示，其將具體瞭解投資標的公司之財務、營運狀況，研究分析各項議題以做成投資分析報告，而相關人員為有效掌握資訊，應勤於拜訪被投資公司<sup>271</sup>。新光人壽亦宣稱平時應參與被投資公司之法說會、股東會或不定期進行拜訪，以持續關注被投資公司各項財務業務情形，透過與被投資公司之互動形成投資決策<sup>272</sup>。國泰人壽則提出，其會審慎評估被投資公司於 ESG 指標之表現，若有重大 ESG 風險時，會積極進行控管，並建立投資標的關注名單，採行 ESG 風險審核程序，其也表明會促使被投

<sup>270</sup> 依證券投資人及期貨交易人保護法第 28 條第 1 項規定：「保護機構為維護公益，於其章程所定目的範圍內，對於造成多數證券投資人或期貨交易人受損害之同一證券、期貨事件，得由二十人以上證券投資人或期貨交易人授與訴訟或仲裁實施權後，以自己之名義，起訴或提付仲裁。證券投資人或期貨交易人得於言詞辯論終結前或詢問終結前，撤回訴訟或仲裁實施權之授與，並通知法院或仲裁庭。」，故投保中心作為保護機構，經被授予訴訟實施權後，得為投資人提起股東訴訟，以確保訴訟地位之對等性。

<sup>271</sup> 參第一金證券投資信託股份有限公司「機構投資人盡職治理守則」遵循聲明，[https://www.fsitc.com.tw/Files/ManageUnitContentType1/20170303\\_1\\_20170811071942917576.pdf](https://www.fsitc.com.tw/Files/ManageUnitContentType1/20170303_1_20170811071942917576.pdf) (最後瀏覽日：30/11/2019)。

<sup>272</sup> 參新光人壽「機構投資人盡職治理守則」遵循聲明，[https://cgc.twse.com.tw/static/20170214/0000000059fe1668015a3a49f810000c\\_20170210%20%E6%96%B0%E5%85%89%E4%BA%BA%E5%A3%BD%E6%9B%B4%E6%96%B0.pdf](https://cgc.twse.com.tw/static/20170214/0000000059fe1668015a3a49f810000c_20170210%20%E6%96%B0%E5%85%89%E4%BA%BA%E5%A3%BD%E6%9B%B4%E6%96%B0.pdf) (最後瀏覽日：30/11/2019)。



資公司增加非財務表現之資訊透明度<sup>273</sup>。除此之外，在投票政策方面，許多機構股東同樣宣稱在表決前會仔細衡量所有議案之內容，而非一味支持經營者之提案。像是富邦投信就表示其對於被投資公司之薪酬制度、董監報酬、併購或經營權變動等特定議案，將經評估後行使投票權，且不會贊成有違反社會責任(ESG)原則之相關議案<sup>274</sup>。玉山銀行也承諾於行使投票權之前，應審慎評估各議案，雖為尊重被投資事業之經營專業，對於經營者之提案原則表示支持，但對於有礙被投資事業永續發展之違法議案(如財報不實等)、對環境或社會具負面影響之議案(如汙染環境、違反人權剝奪勞工權益等)，原則不予支持<sup>275</sup>。觀察以上之聲明，撇除法規可能要求或建議之揭露內容，本文發現確實有不少機構投資人主動性的承諾會積極參與被投資公司之治理，且關注之重點大部分與 ESG 等社會議題相關。這或許能為被動性問題之思考提供不同之面向，析言之，若認為上開機構投資者之宣稱不全是華而不實的表象，或許就表示其係以有別於傳統股東行動主義之方式進行參與活動。

#### 第四款、機構投資者之私下參與


相較於可公開觀測之表決權、提案權行使或是股東訴訟，與被投資公司經營者之私下對話顯然是更低成本且高隱匿性之參與方式。而有鑑於機構股東之持股規模，其在投票上具有潛在之威脅性，亦可能有因出脫持股造成股價崩盤之風險，這導致機構投資者之治理聲音往往能促使經營者改變營運策略。因此，如同美國共同基金之運作模式<sup>276</sup>，本文預期我國之機構投資者將傾向透過私下參與來影響公司治理。

<sup>273</sup> 參國泰人壽 2018 年度盡職治理報告，[https://patron.cathaylife.com.tw/ODAB/Path/assets/psi\\_csi/2018/2018%E5%9C%8B%E6%B3%B0%E4%BA%BA%E5%A3%BD%E7%9B%A1%E8%81%B7%E6%B2%BB%E7%90%86%E5%A0%B1%E5%91%8A.pdf](https://patron.cathaylife.com.tw/ODAB/Path/assets/psi_csi/2018/2018%E5%9C%8B%E6%B3%B0%E4%BA%BA%E5%A3%BD%E7%9B%A1%E8%81%B7%E6%B2%BB%E7%90%86%E5%A0%B1%E5%91%8A.pdf) (最後瀏覽日：30/11/2019)。

<sup>274</sup> 參富邦投信「機構投資人盡職治理守則」遵循聲明，<https://websys.fsit.com.tw/case/event/fbinstitute/announce.html> (最後瀏覽日：30/11/2019)。

<sup>275</sup> 參玉山銀行機構投資人盡職治理準則。

<sup>276</sup> 據美國 2016 年之調查，63%之機構投資者承認其在過去五年中有與經營階層進行直接討論，53%之機構投資者承認其試圖透過聲音影響公司管理。See Einer Elhauge, *Horizontal Shareholding*, 129 HARV. L. REV. 1267, 1307 (2016).



雖然實際之參與數據難以調查，但確實可以從部分機構投資者所揭露之盡職治理資料中看出其與被投資公司私下對話之跡象。除許多機構皆有表明其頻繁參加公司法說會、股東會或實際進行拜訪之次數外<sup>277</sup>，亦有部分機構表示其有針對特定議題發函予被投資公司，以進行溝通討論。像是國泰世華銀行聲明其於 2018 年度共發函予 50 家被投資企業，以溝通營運、財務等方面之計畫<sup>278</sup>；勞動基金亦於 2018 年就 CSR 議題發函 58 家被投資公司，並具體指出其就部分電信業者因推出限時降價促銷而造成員工超時工作，影響勞工及股東等利害關係人權益之議題，於出席股東會時向公司表達關注，並獲得檢討改善之承諾<sup>279</sup>。綜上，雖實際之成效尚不可知，但透過私下對話以傳達經營意見之參與方式似乎正逐漸成為機構投資人於傳統行動主義外的另一種替代選擇。

### 第三項、被動性理論之初探

在爬梳了有關被動性問題之正反觀點後，本文發現機構投資人普遍被詬病之消極參與，以及在管理被投資公司上之冷漠態度，似有重新加以審視之必要，而機構股東發起行動主義之程度亦可能因各國之市場成熟度而有不同，因此本文調查了我國機構投資人近年來之參與情形，期能專就我國之市場狀況提出立論。最後，本部分則本於前開之學術爭論與實證結果，嘗試對我國機構投資者所面臨之被動

<sup>277</sup> 如旺旺友聯產物保險股份有限公司於其「機構投資人盡職治理守則」遵循聲明表示其於 2018 年度出席 30 間被投資公司之法說會、參加 71 次股東會，參旺旺友聯產物保險股份有限公司「機構投資人盡職治理守則」遵循聲明 <https://www.wunion.com/wp-content/uploads/2019/03/%E6%A9%9F%E6%A7%8B%E6%8A%95%E8%B3%87%E4%BA%BA%E7%9B%A1%E8%81%B7%E6%B2%BB%E7%90%86%E5%AE%88%E5%89%87%E8%81%B2%E6%98%8E-10803.pdf> (最後瀏覽日：30/11/2019)；合作金庫商業銀行亦表明其 2018 年透過參訪被投資公司，與 5 家公司經營階層對話與互動，以敦促被投資公司強化公司治理並善盡企業社會責任，參合作金庫商業銀行股份有限公司 107 年履行盡職治理暨投票情形，[https://www.tcb-bank.com.tw/open\\_info/Documents/%E5%90%88%E4%BD%9C%E9%87%91%E5%BA%AB107%E5%B9%B4%E5%B1%A5%E8%A1%8C%E7%9B%A1%E8%81%B7%E6%B2%BB%E7%90%86%E6%9A%A8%E6%8A%95%E7%A5%A8%E6%83%85%E5%BD%A2.pdf](https://www.tcb-bank.com.tw/open_info/Documents/%E5%90%88%E4%BD%9C%E9%87%91%E5%BA%AB107%E5%B9%B4%E5%B1%A5%E8%A1%8C%E7%9B%A1%E8%81%B7%E6%B2%BB%E7%90%86%E6%9A%A8%E6%8A%95%E7%A5%A8%E6%83%85%E5%BD%A2.pdf) (最後瀏覽日：30/11/2019)。

<sup>278</sup> 參國泰世華銀行 2018 年度盡職治理報告，<https://www.cathaybk.com.tw/cathaybk/about/about/intro/management/#first-tab-04> (最後瀏覽日：30/11/2019)。

<sup>279</sup> 參勞動基金運用局 107 年履行盡職治理暨投票情形，<https://www.blf.gov.tw/media/26937/107%E5%B9%B4%E5%B1%A5%E8%A1%8C%E7%9B%A1%E8%81%B7%E6%B2%BB%E7%90%86%E6%9A%A8%E6%8A%95%E7%A5%A8%E6%83%85%E5%BD%A2.pdf> (最後瀏覽日：30/11/2019)。



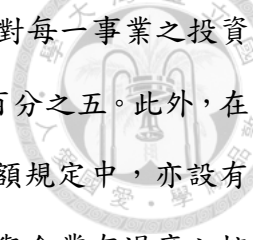
性問題提出完整之理論分析。

#### 第一款、正確之機構投資者類型

首先，雖然許多學術文獻中對於被動性之討論多以機構投資者此一上位名詞為對象，然而，正如本文於機構投資人之分類一節中所述，機構投資者實可再進一步區分為不同之類型，而有相異之收費結構、投資傾向與經營模式，這些差異在在影響其治理參與之積極度。換言之，並非所有機構投資者皆會面臨相同之被動性問題，故在思考如何跨越被動性障礙，以實現機構股東之盡職治理角色前，有必要先掌握正確之機構投資者類型。

而如前述之分析，可能導致機構投資者被動之關鍵因素主要在於依靠成本競爭之費用結構、持股多元化下資源稀缺與治理回報有限之問題，以及被同業搭便車之困境，因此，要理解正確之被動機構投資者類型，檢驗其是否具有該等特徵至關重要。而依本文之分類，機構投資者可區分為投資管理人與資產擁有人，前者可進一步細分為主動與被動型投資管理人，而按上述特徵，即可以解釋為何被動型投資管理人普遍不願意參與經營，其不僅主要依靠較低之收費水平吸引客戶，持股亦多元且分散，且由於被動型投資管理人間之投資組合往往高度重疊，更容易致生被其他同業搭便車之隱憂，尤其指數型基金更是如此。相較之下，主動型投資管理人可能較無被動性之疑慮，這是由於主動型投資管理人主要是透過其獨到之選股能力來與市場競爭，在專業經理人之投資裁量下選擇有潛力之投資標的，並藉由參與或主導經營之方式提升股價表現後賣出獲利，因此，股東行動主義本屬其營利模式之一環。且相比於被動型投資管理人多元化之投資組合，主動型投資管理人往往選擇有限或單一之公司進行干預，使其有更多資源得以投入治理，亦較少面臨搭便車之問題。

而就資產擁有人部分，在我國相關法規之要求下，其大部分具有潛在之被動性特徵。舉例而言，根據銀行法第 74 條之規定，銀行投資非金融事業者，不得參與



該事業之經營，且其投資總額不得超過投資時淨值之百分之十，對每一事業之投資金額亦不得超過該被投資事業實收資本額或已發行股份總數之百分之五。此外，在銀行法授權主管機關訂定之商業銀行投資有價證券之種類及限額規定中，亦設有投資股票之取得成本總額限制<sup>280</sup>。上述規定主要係為避免銀行與企業有過度之控制關係<sup>281</sup>，而除此之外，資本適足率之要求亦可能進一步限制其轉投資之比例。這些規定除不許銀行爭取非金融業被投資公司之董事席次外，亦導致銀行對該等公司之持股比例受限，從而降低其對經營階層之影響力，且無法透過增加持股提升投資回報，故可能造成銀行在治理參與上顯得較為消極<sup>282</sup>。而就保險業部分，按保險法第 146 條之 1 規定，保險業資金購買公開發行公司之股票者，其購買每一公司之股票，不得超過該保險業資金百分之五及該公司實收資本額百分之十。且保險業除不得自己或指派人員擔任被投資公司之董監事與經理人外，亦不得行使其董監選舉表決權，或委任、授權第三人參與被投資公司之經營。該等規定除同樣限制了保險業者對單一公司之持股比例，使其被迫採取偏向被動型投資管理人之投資模式外，亦在一定程度上削弱其參與經營之權能，以避免與保戶之利益產生衝突。此外，流動性之需求可能使保險公司更傾向短期持股，因而降低參與公司治理之興趣<sup>283</sup>。

至於政府基金部分，以公務人員退撫基金為例，除存款及其他款項外，其實務上之運作模式係將部分資金委託予投資管理人操作，部分則自行投資國內外之有價證券。按其 2019 年 5 月份之資產配置，其中投資國內外上市櫃公司股票部分約


---

<sup>280</sup> 參商業銀行投資有價證券之種類及限額規定：「三、商業銀行投資境內及境外有價證券之限額如下：（一）商業銀行投資於集中交易市場與店頭市場交易之股票、新股權利證書、私募股票、私募公司債、依各國法令規定發行之基金受益憑證、認股權憑證及認購（售）權證之原始取得成本總餘額，不得超過該銀行核算基數百分之三十。但其中投資於店頭市場交易之股票（不含國內上市櫃股票）與認股權憑證、認購（售）權證及新股權利證書、私募股票及私募公司債之原始取得成本總餘額，不得超過該銀行核算基數百分之五。」

<sup>281</sup> 參銀行法第 74 條立法理由。

<sup>282</sup> 除此之外，若銀行同時為被投資公司之債權人時，由於利益衝突與法令限制，可能也會降低銀行參與被投資公司之治理程度。參李懿洋，前揭註 208，頁 71。

<sup>283</sup> 同前註，頁 70-71。



占資金總額之 12%<sup>284</sup>，而參考其 2018 年持有國內股票前十大個股之統計資料，可以發現除台積電外，其餘個股所占退撫基金之股票投資比例皆在 10% 以下<sup>285</sup>，由此可見，退撫基金基本上亦傾向被動型投資管理人之多元化投資模式，對單一公司之持股比例不高。而就治理之參與情形而言，雖依公務人員退休撫卹基金有關上市（櫃）公司股權行使作業規定第二點，其持有單一個股之投資淨值超過基金之股票總投資淨值百分之一或占該股發行股份總數達百分之三以上者，股東會應以派員出席為原則，並應於必要時就有關基金權益之議案表達意見。然同法第四點規定，基金如遇上市櫃公司股東會進行董監改選，有官股代表時，應優先支持官股代表；無官股代表時，在維護基金權益立場下，應支持正派經營之公司大股東；而有經營權之爭時，得棄權保持中立。從此規定可知，退撫基金在行使被投資公司之股東權上亦受有一定之限制<sup>286</sup>。另就郵政基金之參與情形而論，依郵政儲金投資受益憑證及上市（櫃）股票管理辦法第 4 條之規定，其投資國內外上市櫃公司股票之總額不得超過郵政儲金百分之十。且每一發行公司之股票投資總額不得超過郵政儲金百分之一及該發行股票公司實收資本額百分之十。同法第 5 條第 2 項則規定，中華郵政公司之負責人或職員原則上不得擔任被投資公司之負責人。該等規定主要是由於郵政基金某程度上具有類似銀行之性質，故為保護存戶利益而給予較嚴格之管制。然而，這同樣導致其採取分散之投資模式以及限縮了可參與經營之手段。

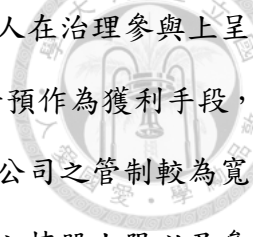
綜上所述，不同類型之機構投資者是否會面臨同等之被動性問題，應視其運作

<sup>284</sup> 參退撫基金資產明細表(截至 108 年 5 月 31 日止)，[https://www.fund.gov.tw/News\\_Content.aspx?n=407&s=17260](https://www.fund.gov.tw/News_Content.aspx?n=407&s=17260)。

<sup>285</sup> 參退撫基金 107 年 7 月-12 月基金運用資料，<https://ws.fund.gov.tw/Download.ashx?u=LzAwMS9VcGxvYWQvOC9yZWxmaWxlLzExNzM2LzEzNDAwL2E4ODRkOWQxLTA4MGItNDRhZS05ZTUwLTc0ZmZiMTE5Zjk1MC5wZGY%3d&n=OTIxMTIyOTQzNzEucGRm&icon=.pdf>。

<sup>286</sup> 而在退撫基金委外經營之情形，依據證券投資顧問事業證券投資信託事業經營全權委託投資業務操作辦法第 54 條第 1 項規定：「全權委託投資保管帳戶所持有發行公司股票之出席股東會、行使表決權，由委任人行使之。」，故退撫基金對於投信投顧事業所代操資產購入之公開發行公司股票，應出席股東會、行使表決權。然而，由於退撫基金人員對於該等公司之事務未如投信投顧事業熟悉，故於股東會議案內容之掌握上恐較為不易，從而增加其參與治理之難度。參照：王育慧，前揭註 42，頁 192。





模式而定。就我國之情形而言，投資管理人中，被動型投資管理人在治理參與上呈現消極之態度自不待言，主動型投資管理人雖係以積極之治理干預作為獲利手段，但其發展在我國較不發達。而就資產擁有人部分，除對一般投資公司之管制較為寬鬆外，由於不同之法益衡量，我國法規對各類機構普遍設有一定之持股上限以及參與經營之限制，這導致其投資模式之發展上，與被動型投資管理人較為類似，因而具有潛在之被動性特徵。

## 第二款、我國機構投資者更顯被動之可能原因

根據前述之實證研究，雖然能從機構本身之聲明捕捉其參與經營之痕跡，但不可諱言的，我國之機構投資者整體上仍然呈現相當被動之狀態。其雖然有一定之投票參與度，但投票絕大多數採取支持經營者之固定方針，鮮少對特定議案深入研究，且比起美國三巨頭等國際機構投資人仍會透過反對董監選舉之方式確保經營者回應其聲音<sup>287</sup>，我國之機構股東縱然不支持公司派之提名人，亦多選擇以棄權表示中立，在股東提案及訴訟之表現上更是乏善可陳。由此可見，雖然國際上之共同基金有逐漸介入經營之趨勢，但此一發展在我國似乎仍未顯著。

而我國機構投資者之所以更為被動之可能原因，一方面在於資產擁有人普遍受到法規嚴格之持股限制與中立性要求，這導致其傾向被動型投資管理人之運作模式，持股分散且不太有意願介入被投資公司之經營，因而在治理參與上顯得消極。另一方面，就投資管理人而言，前述可能促使被動型投資管理人積極參與之因素中，學者很大程度上聚焦於主動型投資管理人扮演之角色，包括與同一基金家族內主動型基金之信息互補，或是與外在主動型基金之競爭關係，皆可能使被動型投資管理人更關注投資組合公司之治理問題。然而，此一因素在我國之影響可能較不明顯，由於像是避險基金等主動型投資管理人在我國較不發達，其投資標的亦為少數，故被動型投資管理人能藉以獲取特定公司訊息之機會有限，且在不需與主動型

---

<sup>287</sup> Fichtner et al., *supra* note 70, at 318.



投資管理人競爭資金提供者下，被動型投資管理人彼此間之競爭將更顯著。因此，比起改善公司治理以提升整體績效，我國之投資管理者將更專注於如何降低治理成本，以提供更親民之收費水平。

### 第三款、機構之參與程度視議題類型而有不同

雖我國之機構投資人整體上較為被動，但在其有限之參與程度中，仍可發現一定之參與傾向，亦即，機構投資者之干預程度會視不同之治理事項而有差異。根據前開研究，機構股東對於低成本且有助於改善整體產業發展之治理問題較為積極，例如預定之投票政策，或是環境風險、企業社會責任等 ESG 議題，相較之下，其對於高成本且涉及特定公司層面之問題則較不感興趣，例如了解公司之董監候選人名單，或是盈餘分派、章程內容等議題。

探究可能之原因，除了由於機構股東在多元化之投資組合下，難以關注個別公司層面之治理問題外，此類參與之成本甚高，且對機構與基金之整體績效影響有限<sup>288</sup>，故不利於其營利模式。相對而言，致力於改善整體環境或降低市場風險之參與措施，除因不需研究個別公司之內部信息而成本較低外，整體治理水平之提升亦較能反映在多元化機構股東之績效表現上，且推行一致性之治理標準對機構投資人而言也較為容易。此外，關注於 ESG 等社會議題將對機構投資者之聲譽帶來正面影響，從而吸引更多資金提供者，尤其對共同基金而言，其可以藉此爭取政府基金等大型資產擁有人之投資。

綜上，比起研究個別公司之經營體質以解決特定之營運缺陷，我國之機構投資者更傾向採取統一且廣泛之治理政策，參與市場範圍之治理行動，以改善整體投資組合公司之長期表現。而實際上，有鑑於其持有相當數量之被投資公司，機構投資者確實也適合扮演這樣的角色，將一般性的治理標準普及化<sup>289</sup>。然而，值得思考的

<sup>288</sup> Dorothy S. Lund, *The Case Against Passive Shareholder Voting*, 43 J. CORP. L. 493, 516 (2018).

<sup>289</sup> See Fisch et al., *supra* note 234, at 17-18.



問題是，若機構股東僅關心此等大範圍之市場議題，是否能為公司之利害關係者提供足夠之保護，若公司面臨併購等可能影響長期價值之內部問題時，機構投資者是否能發揮監督之功能，皆不無疑慮<sup>290</sup>。

#### 第四款、檯面下的治理干預

根據實證研究之結果，我國機構投資人透過公開方式行使股東權之程度有限，但其卻不乏對外宣稱將治理參與作為投資計畫之一環，在部分機構之治理報告中，亦可見其透過參訪、會議或發函等方式與經營者私下對話之跡象，這或許表示，在我國機構投資者有限程度的參與活動中，正逐漸從傳統之股東行動主義手段轉變為檯面下的治理干預。如同近年來針對 BlackRock、Vanguard 等大型共同基金之調查，其與投資組合公司私下溝通之次數呈現倍數之增加<sup>291</sup>，這似乎也反映了我國機構股東之取向，在私下參與更能兼顧隱匿性與低成本之前提下，使機構投資人一方面避免了因公開介入經營而產生中立性之疑慮，另一方面也能投入較少之資源獲得同樣有效之成果。此外，私下溝通等於是給與經營階層主動改變營運策略之機會，避免在股東會上爭鋒相對，能確保彼此之友善關係。

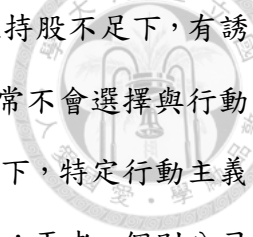
而除了與被投資公司對話之外，機構投資者另一種可能影響治理之方式則更不明顯，亦即，機構股東可能透過公開治理方針，或是公布參與治理報告等方式，向潛在之被投資公司釋放訊息，暗示其主動迎合機構之管理策略，以吸引資金投入。鑒於機構股東之資金優勢與市場規模，此種方式雖看似消極，卻可能具有相當之成效。

#### 第五款、機構投資者與行動主義者之關係

最後，探討機構投資者被動性理論之一大關鍵在於研究其與行動主義者之互動關係，機構投資者本身可能是消極之股份所有人，但公司中可能存在其他以爭奪

<sup>290</sup> Strampelli, *supra* note 31, at 835.

<sup>291</sup> Fisch et al., *supra* note 234, at 24-25.



經營權或推行特定營運策略為目的之行動主義股東，該等股東在持股不足下，有誘因尋求機構投資者之支持。然而，從理論上而言，機構投資者通常不會選擇與行動主義者站在一起，原因在於，在我國機構股東多元化之持股模式下，特定行動主義之成功對機構整體績效之影響有限，且仍需耗費一定之參與成本；再者，個別公司之行動主義亦可能對投資組合內之其他公司造成傷害，從而降低其股價回報<sup>292</sup>。因此，與前述之觀察一致，我國之機構股東普遍傾向與公司派保持友好關係。

但值得注意的是，近年來有越來越多機構投資者支持行動主義之案例，且往往在公司派與市場派之競爭中扮演相當關鍵之角色，舉例而言，在 2019 年永大機電之經營權爭奪戰中，由於對日立公開收購永大一案有所質疑，由獨立董事發起改選董監事之股東臨時會，其中外資機構在 ISS 之建議下，選擇支持市場派提名人，導致市場派順利搶下過半之董事席次<sup>293</sup>。該等案例足以使本文進一步思考機構投資者與行動主義股東之關係，其可能在一定程度上具有互利之性質。首先，為了爭取機構股東之支持，行動主義者可能會積極與其接觸，而行動主義者往往具有許多特定公司之內部資訊，機構股東能藉以獲得這些訊息，從而降低參與成本；再者，機構投資者能扮演協調行動主義活動之角色，亦即其可以選擇對自身有利之行動給予支持，對於可能會傷害整體投資回報之行動則選擇與公司派為伍<sup>294</sup>，此同樣能以更少之成本達到治理參與之成效。此外，行動主義股東也可能會在其參與中盡量滿足機構投資者之需求，以換取對其他議案之護航。因此，機構投資者與行動主義股東間可能正逐漸發展出相互依賴之關係，借力於行動主義者之努力亦為另一種有別於傳統之機構參與方式，往後之進展值得持續關注。

<sup>292</sup> Lund, *supra* note 288, at 520-521.

<sup>293</sup> 參今周刊(17/04/2019)，〈永大經營權混戰 三大關鍵牽動結局〉；財訊(18/04/2019)，〈日立掰掰？永大機電經營權變天，寶佳「暫」勝出〉。

<sup>294</sup> Fisch et al., *supra* note 234, at 27-28.

## 第二節、短期主義問題



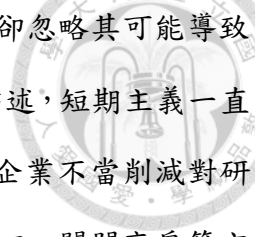
機構投資者盡職參與的另一個困難來自對短期主義之擔憂，亦即機構股東雖有誘因本於利害關係人之立場監督經營階層，但同時也存在為追求自身利益損害公司價值之風險，而短期主義問題可能是該風險最具代表性之詮釋。隨著股票交易日益頻繁，股東之規模與權限更甚以往，短期主義已然成為公司治理領域之核心議題，尤其在金融危機後的檢討聲浪中，許多評論者將其歸咎為導致危機之元兇，指責不斷增長的短期文化已戕害整體經濟與社會之永續發展，正如世界經濟論壇(The World Economic Forum)將短期主義列為 2017 年之五大領導重點之一<sup>295</sup>，並督促所有公司應該控制該問題<sup>296</sup>。然而，公司與投資人是否正遭受短期主義之浩劫並非沒有爭論，相關實證研究亦存在很大的分歧，而其與本文所探討之機構投資者又存在如何之關係，都值得進一步研究。本部分即以短期主義問題之介紹為起點，嘗試分析導致市場短期取向之成因，並檢驗可能存在之反面觀點，最後將重點聚焦於各類機構投資者之短期疑慮上，期能為該議題提供較全面之評析。

### 第一項、短期主義問題介紹

在談論短期主義前，有必要先回顧本文在對理想機構投資者之描繪中所涉及之重要概念，也就是公司的長期價值，藉由對長期價值之理解反思短期主義之弊病。如前所述，長期價值被定義為企業為全體投資者之長遠利益而預期產生之未來所有現金流量與收益之總和。而從啟發式股東價值之角度，最大化公司之長期價值被認為是公司治理之根本目標，經營者應透過追求理想之投資項目來實現長期價值，但所謂理想之投資項目可能是長期項目，亦可能是短期項目，此須視公司之產業特性與市場概況而定。相較之下，短期主義問題通常被理解為公司致力於短期項

<sup>295</sup> Klaus Schwab, *Five Leadership Priorities for 2017* (Jan. 2, 2017), [www.weforum.org/agenda/2017/01/five-leadership-priorities-for-2017/](http://www.weforum.org/agenda/2017/01/five-leadership-priorities-for-2017/).

<sup>296</sup> World Economic Forum, *The Compact for Responsive and Responsible Leadership: A Roadmap for Sustainable Long-Term, Growth and Opportunity* (Nov. 30, 2016), [http://www3.weforum.org/docs/Media/AM17/The\\_Compact\\_for\\_Responsive\\_and\\_Responsible\\_Leadership\\_09.01.2017.pdf](http://www3.weforum.org/docs/Media/AM17/The_Compact_for_Responsive_and_Responsible_Leadership_09.01.2017.pdf)



目、用低效率之方式縮短投資時間表，以追求短期價值之增長，卻忽略其可能導致企業之整體價值受到損害<sup>297</sup>。本於這種與治理目標背道而馳之描述，短期主義一直以來受到相當嚴厲之指責與擔憂，有人認為短期主義可能促使企業不當削減對研發項目之投資，並將資金用於當期的股息分派；或是透過解雇員工、關閉廠房等方式從利害關係者榨取價值，換取短期成本之降低；又或者，公司可能進行更多不必要之股票買回，藉此提升股票之短期價格，卻因而導致未來可用資金之減少<sup>298</sup>。許多評論者認為，這些問題最終可能侵蝕企業之基本價值、扼殺創新、忽視利害關係者之權益，並對整體經濟與社會環境帶來破壞性之影響<sup>299</sup>。

至於短期主義之成因，多數文獻將其歸因於短期投資者之壓力與其日益增加之影響力，而機構股東之角色尤其關鍵。然而，問題之因素或許沒有想像中單純，機構投資者之短期誘因也可能視其種類而有不同，此部分本文將於下一項次再詳細分析。在此須合先敘明的是，有關短期主義之問題其實存在很大之爭論，不論是問題本身是否存在，又或是其造成影響之程度等，學術與實務之觀點並非一致性的倒向其中一方。這場辯論中最具代表性之兩個人物分別為 Wachtell, Lipton, Rosen & Katz 律師事務所的 Martin Lipton 律師與哈佛法學院的 Lucian Bebchuk 教授，前者作為毒藥丸策略之發明者，強烈反對短期股東介入經營，導致企業之長期價值遭到破壞；後者則是行動主義股東之有力捍衛者，支持透過積極股東干預解決代理問題之立場。他們與其各自之追隨者，在短期主義之戰場上爭論不休，以 Lipton 為首的陣營認為，行動主義者們專注於快速獲利，而罔顧對公司價值與資本市場之長遠影響，如前所述，其將短期行為視為需要迫切監管之對象<sup>300</sup>。相較之下，Bebchuk 觀點的擁護者認為，短期主義可能有助於阻止經營者的自我圖利，積極股東透過呼

---

<sup>297</sup> Iris Chiu & Dionysia Katelouzou, *Making a Case for Regulating Institutional Shareholders' Corporate Governance Roles* 7 (King's College London Law School, Research Paper No. 2017-13, 2017).

<sup>298</sup> Mark J. Roe, *Stock Market Short-Termism's Impact*, 167 U. PA. L. REV. 71, 84 (2018).

<sup>299</sup> See generally M. T. Moore & E. Walker-Arnott, *A Fresh Look at Stock Market Short Termism*, 41 J.L. & Soc'y 416 (2014).

<sup>300</sup> See Razeen Sappideen, *Focusing on Corporate Short-Termism*, 2011 SING. J. LEGAL STUD. 412, 412-413 (2011).

籲各種管理變革以最大化公司價值，而所謂的長期價值常常淪為董事未能有效利用現有資產、鞏固權力之偽裝<sup>301</sup>。雙方也各自為其觀點提出實證上的數據支持，前者致力於找出短期股東與公司價值之負面關係，後者則試圖證明短期主義所宣稱之不利影響實際上沒有或很少在數據中發現<sup>302</sup>，伴隨著各種相互矛盾之證據與論點，讓短期主義之爭議更加撲朔迷離。

可以說，有關短期主義的實證文獻相當廣泛且分歧，這主要是因為要確定投資者的時間偏好、特定公司策略的時間長度，以及其與公司價值間之聯繫都非常困難<sup>303</sup>。縱然接受應以最大化公司之長期價值為目標，但究竟什麼樣的投資者，或什麼樣的投資計畫能達成此一目的，卻難以在實證上獲得普遍之共識，任何一方之數據都難以說服另一方。因此，雖然必須在一定程度上選擇立場，但本文之目的並非試著提出足以弭平爭論之實證研究，而是希望從治理之角度，提出機構股東可能具有之短期疑慮，以作為監管或相關政策施行之參考。

最後，短期主義之爭論之所以如此激烈，是因為其反映了另一個更高層次的千古難題，也就是股東與經營者誰應該掌控更多公司控制權之辯論，又或者更準確地說，投資者短期與長期之爭論常常只是公司權力應如何分配之掩護。支持公司應以董事會為中心之論者認為，為了防止短期股東向經營階層施加壓力，迫使其採取犧牲長期價值之策略，相關法規應致力於增強對經營者之保護。相對的，積極股東權利之擁護者認為，短期主義之問題常常被過度誇大，以用來掩飾經所分離下日益嚴重之代理問題<sup>304</sup>。對特定派別之立場可能模糊討論之焦點，甚至倒果為因，因此，在以下以短期主義為中心之討論中，本文將盡量避免落入公司控制權之爭的巢臼，

<sup>301</sup> Anne Tucker, *20/20 Vision in the Long & Short-Termism Debate*, 41 SEATTLE U. L. REV. 337, 337-338 (2018).

<sup>302</sup> 像是 Bebchuk 在其 2015 年的研究中表示，積極避險基金之干預會對公司長期利益造成不利影響之主張，並沒有得到實證數據的支持。See Lucian A. Bebchuk et al., *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, 115 COLUM. L. REV. 1085, 1085 (2015).

<sup>303</sup> Fontenay, *supra* note 185, at 427.

<sup>304</sup> Hill, *supra* note 32, at 524.



從短期問題之本質進行客觀的分析。

## 第二項、短期主義之成因

概述完短期主義之問題意識後，本部分將基於短期主義批判者之立場，分析可能導致該問題之成因，其中每項因素都可能是共存且互相影響的，並都助長了對資本市場的短期擔憂。

### 第一款、經營者的短視近利

可能導致企業傾向短期目標之第一個因素為經營者的短視近利，有別於一般主要將股東視為短期問題之來源，將經營者視為資本壓力下的受迫者，本文試圖提醒，短期取向之思維也可能來自經營階層本身扭曲的誘因。詳言之，短期主義可能是經營者機會主義的一種形式，撇除股東壓力，清楚明白企業長期價值所在之經營者可能有動機為了自身利益選擇對公司有害之經營策略，例如，經營者可能會犧牲公司之長期獲利計畫來提升短期股價表現，藉以在市場上展現卓越之管理能力，提升聲譽，以吸引大型企業之挖角<sup>305</sup>；又或是，經營者本身可能持有部分公司股權，本於短期流動性之需求而尋找可以快速獲利之方案；更有甚者，董事或經理人可能惡意放空或詐取公司資產，因而需要製造短期繁榮之假象以掩飾其掠奪公司價值之行為。因此，經營者本身亦可能是短期主義之成因，這或許是主張保護經營階層免於股東壓力之論者所未意識到或刻意忽略之事實。

### 第二款、投資者與經營者之資訊不對稱

短期主義的第二個成因，本文將重點聚焦在股東身上，現有文獻絕大多數將股東視為促成短期文化之始作俑者，指責其本於破壞性的短期視野向經營階層施壓，尤其在金融危機之後，許多評論者認為，股東比起受害者，更像是那些過度冒險行

<sup>305</sup> K.J. Martijn Cremers & Simone M. Sepe, *Institutional Investors, Corporate Governance, and Firm Value*, 41 SEATTLE U. L. REV. 387, 394 (2018).



為之煽動者<sup>306</sup>。然而，有關股東為何會向經營階層施加短期壓力之原因，文獻上卻較少著墨，本部分接下來即依序分析可能之因素，以探討短期主義問題之全貌。

股東短期壓力的第一個原因為投資者與經營者之資訊不對稱，這也可以被描述為市場定價的低效率問題，析言之，雖然效率市場假說認為，市場價格能反映所有可獲得之資訊，以形成股票之正確估值，但實際上，能獲得之訊息可能不完整，股票價格可能也難以完全呈現所有資訊，加上衡量公司長期績效之困難<sup>307</sup>，導致公司之市場價格可能無法體現長期項目之價值，其更多的是反映最近期的資訊流通。因此，即便是長期前景良好之公司，若短期內有所虧損，其股價也可能萎靡不振，而經營者為避免受到股東懲罰，導致經營權變更，其有誘因盡量減少短期利空，即使這要以犧牲公司之長期資本為代價<sup>308</sup>。而以投資人之角度，其也可能會對經營階層之能力與誠信有所疑慮，而由於市場定價之低效，其只能藉由公司之短期股價表現來評估經營者之好壞，這促使經營者為取信於投資人而有追求快速獲利之動機。

### 第三款、投資者之短期偏好

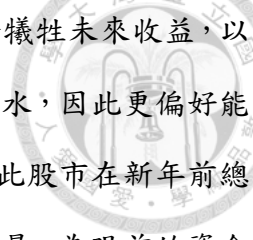
股東短期壓力的第二個來源在於投資者本身的短期偏好，相較於前述的資訊不對稱是所有股東在市場效率不佳下的共同反應，本部分則是聚焦於個別股東可能存在的短期性格，這種性格可能是非出於理性的投資偏見，亦可能是對短期流動性需求之理性回應。詳言之，短期主義可能來自於這樣的市場風險，也就是缺乏耐心的投資人追求可以快速獲利之短期項目，導致經營者透過削減企業之未來價值來滿足他們<sup>309</sup>。而投資人之所以缺乏耐心，可能是一種行為傾向，受到其內在性格之影響，換言之，縱使知道短期獲利可能不利於長期價值，某些投資人仍更偏好眼前之成果，這顯然違反了理性選擇理論之假設，但能從行為經濟學之研究中得到支持，短期主義帶來之噩耗可能使許多投資人後悔當初的選擇。然而，投資人的短期

<sup>306</sup> See Tan, *supra* note 10, at 177.

<sup>307</sup> Reisberg, *supra* note 90, at 229.

<sup>308</sup> Cremers & Sepe, *supra* note 305, at 394.

<sup>309</sup> *Id.* at 395.



傾向亦可能是一種理性表現，其係因為短期流動性之需求而選擇犧牲未來收益，以換取短期的投資回報<sup>310</sup>。例如，雇主可能需要在月底支付員工薪水，因此更偏好能在月底時獲得利潤；投資人可能希望在春節時安排旅遊計畫，因此股市在新年前總顯得特別熱絡。在這種情況下，股東理性的放棄了更好的投資前景，為眼前的資金困境尋求解套。

對於投資人非理性之短期偏好，機構投資者之崛起帶來一些解決問題之契機，由於機構專業化之投資技術、對風險訊息更全面之掌握，有助於消除散戶投資者非理性之投資偏見，選擇對長期價值更有利之策略。然而，在短期取向之理性層面，機構投資者在某些情況下也受限於短期流動性之需求，從而理性選擇短視近利之獲利模式，這導致機構股東不但沒有成為長期價值之捍衛者，反而在近年來被視為短期主義之罪魁禍首<sup>311</sup>。有鑑於其對資本市場顯著之影響力，探討機構投資者之短期誘因將更具理論上之重要性，也更切合本文之主旨，就此，本文將於後續的章節按機構股東之類型進行更詳細之分析。

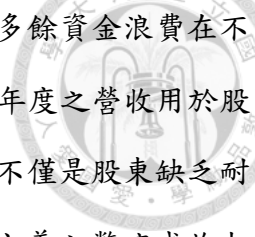
#### 第四款、約束經營者之韁繩

代理問題常作為股東至上主義之擁護者主張不應過度誇大短期問題的理由之一，然而，或許他們沒有意識到的是，某些短期主義之根源恰好可以在代理問題中找到端倪，這裡指出的約束經營者之韁繩即為一例。投資人與經營者之間永遠都存在信任問題，這是委託代理關係之本質，因此，即便知道公司有更好之長期投資機會，投資者亦可能對於經營者是否能有效運用資金，以實現長期獲利抱持疑慮，他們可能擔心經營者將短期營收浪費在其他多餘之項目上，或是用於填飽自己的口袋。本於這種對經營者未來行為之不信任，投資人可能將短期獲利之要求當作約束

---

<sup>310</sup> Andrew Verstein, *Wrong-Termism, Right-Termism, and the Liability Structure of Investor Time Horizons*, 41 SEATTLE U. L. REV. 577, 581-583 (2018).

<sup>311</sup> 例如，有論者指出機構持股較高之公司在金融危機時的股票回報率較差，這是由於機構股東促使公司進行更多承擔風險之行為。See Tan, *supra* note 10, at 199.



經營者之韁繩，藉由迫使其處理短期之資金流動，來避免他們將多餘資金浪費在不必要的地方<sup>312</sup>。一個常見的情況是，股東可能會要求經營者將當年度之營收用於股息分派上，即便他們知道該資金可用於更好的長期投資機會，這不僅是股東缺乏耐心之問題，部分原因也在於其對經營者缺乏信心，換言之，短期主義之弊病或許也能被視為一種代理成本。

#### 第五款、股權研究代理機構之問題

對許多投資者而言，尤其是投資組合呈現高度多元化之被動型投資管理人，其可能缺乏資源與時間掌握特定公司之經營狀況，因而會在行使表決權時陷入困難，且在近年來鼓勵股東參與投票之政策趨勢下，這一問題顯得更加普遍。因此，許多機構股東會尋求股權研究代理機構之幫助，按照其對個別公司之建議進行投票。然而，股權研究代理機構之建議是否會認真考量特定公司之長期前景可能有所疑慮，有論者指出，許多機構之投票建議主要是根據統一之治理政策，而非針對個別公司之體質進行評估<sup>313</sup>。此外，甚至有研究顯示，股權研究代理機構之投票指南可能反而受到其機構客戶之影響，導致其建議呈現特定機構之偏好<sup>314</sup>，這都可能助長短期主義之風險，破壞公司之核心價值。

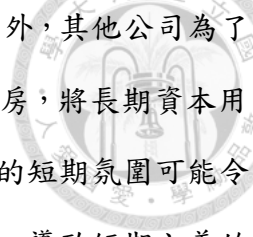
#### 第六款、股東行動主義之擴散

有鑑於前述可能導致股東向公司施加短期壓力之因素，近年來股東行動主義在資本市場與法制度面之崛起，即有可能加劇短期主義之破壞力，這也是反對增加經營者對投資人責任之主要原因。然而，對比於龐大的股票市場，積極之行動主義股東畢竟是少數，其對目標公司之攻擊是否強大到足以影響整體經濟，形成災難性之短期文化，不無疑慮，若短期主義只是部分激進股東之遊戲，或許不需要對其投以這麼大的關注度。但是，已有不少學者指出股東行動主義其實存在擴散性之影

<sup>312</sup> Verstein, *supra* note 310, at 589.

<sup>313</sup> Fenwick & Vermeulen, *supra* note 34, at 9.

<sup>314</sup> Fisch et al., *supra* note 234, at 26-27.



響，除了成為目標之公司受迫於短期壓力而採取減損價值之行為外，其他公司為了避免成為行動主義者攻擊之對象，有誘因主動削減研發、關閉廠房，將長期資本用於維持短線成長，以迎合短期股東之偏好<sup>315</sup>。換言之，整體市場的短期氛圍可能令依賴流動資金之上市公司如履薄冰，從而更關注當前的股價表現，導致短期主義的進一步擴散。

#### 第七款、被投資公司之特徵

將股東視為短期主義根源之研究絕大多數聚焦於股東身分與特性之探討，正如本文至今為止之分析，主要將短期問題視為一種外在因素，然而，文獻較少關注的層面是，被投資公司之特徵也可能影響其面臨短期壓力之程度。進一步言之，若要更全面性的解析短期問題之成因，除了特定投資者之時間偏好外，關注於投資者行為與公司特徵間之動態關係或許能帶來更多線索。

有研究指出，價值較高之公司通常具有較頻繁之股票變動，機構股東之持股期間較短，但積極干預之行為也較少見，這可以被理解為，比起再投入額外之治理資源或放眼未來，股東更傾向把握當下之獲利機會<sup>316</sup>。另外，普遍之調查發現，採用毒藥丸策略之公司通常伴隨著價值下滑、頻繁之股權異動，以及短期行為之增加<sup>317</sup>，這或許跟毒藥丸可以由董事會單方面採用之性質有關，這加劇了經營者之道德風險，並擴大其與投資人間之信任危機<sup>318</sup>。同樣的，研究發現企業年齡與投資者之行為取向有關，較年長之公司通常吸引更多的長期投資，這可能是因為投資者對該企業有更深之了解，減少了與經營者間資訊不對稱之問題，因而更願意投資企業之未來<sup>319</sup>。綜上，股東之短期壓力可能受到被投資公司特徵之影響，這是一個新的切

<sup>315</sup> See Coffee & Palia, *supra* note 85, at 576.

<sup>316</sup> Cremers & Sepe, *supra* note 305, at 409-411.

<sup>317</sup> See Lucian A. Bebchuk, *The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value*, 113 COLUM. L. REV. 1637, 1652-1656 (2013).

<sup>318</sup> Cremers & Sepe, *supra* note 305, at 409-411.

<sup>319</sup> *Id.* at 412.

入角度，有助於思考如何從其他面向降低短期主義之風險。



### 第三項、反面論點與回應

本於短期主義批評者之立場，本文分析了短期問題之可能成因，然而，如前所述，對於短期問題之真實性，以及其是否已對經濟造成破壞性之影響，仍是公司治理領域爭論不休之議題。本部分即從反面角度出發，整理反對將短期主義視為監管目標之論者所立足之觀點與證據，並嘗試對其提出回應，藉以確定本文之立場。

#### 第一款、反面論點

##### 第一目、效率市場假說

反對短期主義存在之聲音中，最主要之論點深植於對效率市場假說之傳統信念，其認為市場價格能有效率且公平地反映所有公開資訊，如果這個假設是正確的，市場應能正確評價公司的前景，換言之，股票價格應該能反映公司之長期價值<sup>320</sup>。這意味著任何對企業長期價值有利之策略，都會帶來短期的股價上漲，而任何對長期價值不利之行動方案，也會在短期內造成負面影響，亦即長期與短期價值應該沒有區別。在這一前提下，學者對短期主義之擔憂全然是一種誤解，公司無法藉由犧牲長期資本促進短期走勢，因此，比起防止經營者專注於季度表現，反而應該鼓勵其最大化目前之股票價格，因為這與公司的美好未來一致<sup>321</sup>。

##### 第二目、實證數據

短期主義之反面觀點之所以能獲得共鳴，除了因為其立足於傳統理論之外，更重要的是，其在實證研究領域得到不少支持，論者指出，短期主義所宣稱之價值減損難以在數據中發現。撇除備受爭議之微觀研究<sup>322</sup>，若從宏觀角度檢視投資者之行

<sup>320</sup> Iman Anabtawi & Lynn Stout, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, 60 STAN. L. REV. 1255, 1290-1291 (2008).

<sup>321</sup> Fontenay, *supra* note 185, at 430.

<sup>322</sup> 有關短期主義在公司層面之研究存在許多衝突，例如，有研究指出，公司採取對抗行動主義者之防禦性措施時，反而對股東與公司價值產生不利影響；但同時也有研究認為，保護董事會免於

為動態與經濟影響，許多研究發現，首先，資本市場中最具影響力之機構投資者近年來雖顯著增長，但其持股期間並未減少，反而略有增加<sup>323</sup>，其股票成交量亦未發生明顯變化，而與行動主義相關之活動數據同樣稍有降低<sup>324</sup>。這似乎表明，與普遍之觀念相反，佔市場相當份量之機構投資人在近年來變得更有耐心且消極。

再者，短期股東壓力所預期造成的總體經濟影響並沒有發生，以美國為例，實證研究指出，其整體研發比例並沒有因行動主義而有所減少<sup>325</sup>，而我國近年來企業研發支出佔 GDP 之比例更是呈現穩定上升，從 2015 年的 2.37%<sup>326</sup>、2016 年 2.45%<sup>327</sup>，到 2017 年成長到 2.59%，名列全球排名第三<sup>328</sup>。而就短期主義可能導致更多股票買回之部分，經統計，我國近年來之股票買回波動頗大，但整體並未呈現上升趨勢<sup>329</sup>，而美國部分，縱使其企業之股票買回確實增加，但在公司債更普遍之情況下，企業之可用現金反而更多<sup>330</sup>。最後，有關公司長期資本之變動，我國之固定投資比例雖於 2008、2009 年受金融海嘯衝擊而呈現負成長，2011、2012 年受歐

---

市場壓力能導致公司價值增加，股東行動主義可能不利於公司未來。See Cremers & Sepe, *supra* note 305, at 397-398. ; see also K.J. Martijn Cremers et al., *Activist Hedge Funds and the Corporation*, 94 WASH. U. L. REV. 261, 298-303 (2017).

<sup>323</sup> Strampelli, *supra* note 31, at 807.

<sup>324</sup> See Cremers & Sepe, *supra* note 305, at 402-406.

<sup>325</sup> See Roe, *supra* note 298, at 96-98.

<sup>326</sup> 參瑞士洛桑管理學院 (IMD) 「2017 年 IMD 世界競爭力年報」 (IMD World Competitiveness Yearbook), <http://www.imd.ch/wcy>; 以及國家發展委員會之〈2017 年 IMD 世界競爭力我國排名維持全球第 14 名〉新聞稿 (01/06/2017), [https://www.ndc.gov.tw/News\\_Content.aspx?n=114AAE178CD95D4C&sms=DF717169EA26F1A3&s=5E5A4ED7DF4A900F](https://www.ndc.gov.tw/News_Content.aspx?n=114AAE178CD95D4C&sms=DF717169EA26F1A3&s=5E5A4ED7DF4A900F)。

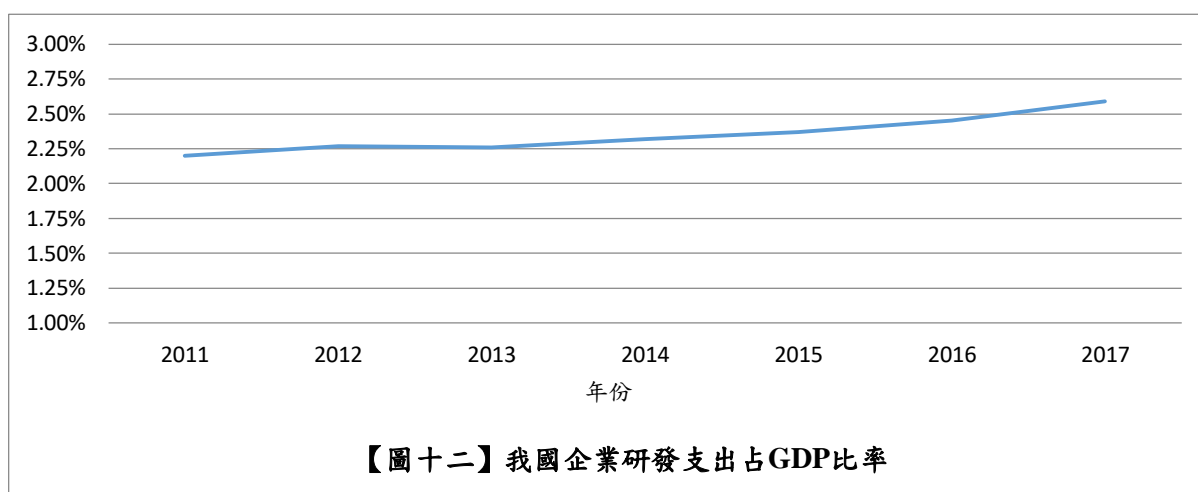
<sup>327</sup> 參瑞士洛桑管理學院 (IMD) 「2018 年 IMD 世界競爭力年報」 (IMD World Competitiveness Yearbook), <http://www.imd.ch/wcy>; 以及國家發展委員會之〈2018 年 IMD 世界競爭力我國排名全球第 17 名〉新聞稿 (24/05/2018), [https://www.ndc.gov.tw/News\\_Content.aspx?n=114AAE178CD95D4C&sms=DF717169EA26F1A3&s=9366CB565CFDF123](https://www.ndc.gov.tw/News_Content.aspx?n=114AAE178CD95D4C&sms=DF717169EA26F1A3&s=9366CB565CFDF123)。

<sup>328</sup> 參瑞士洛桑管理學院 (IMD) 「2019 年 IMD 世界競爭力年報」 (IMD World Competitiveness Yearbook), <http://www.imd.ch/wcy>; 以及國家發展委員會之〈2019 年 IMD 世界競爭力我國排名第 16〉新聞稿 (29/05/2019), [https://www.ndc.gov.tw/News\\_Content.aspx?n=114AAE178CD95D4C&s=1A57781523EE3C22](https://www.ndc.gov.tw/News_Content.aspx?n=114AAE178CD95D4C&s=1A57781523EE3C22)。另外，該數字在 2007 年時為 1.81%，全球排名第八，可見我國研發比例未受金融海嘯衝擊，呈現穩定成長，參 IMD 「2007 年 IMD 世界競爭力年報」 (IMD World Competitiveness Yearbook), <http://www.imd.ch/wcy>。

<sup>329</sup> 統計自公開資訊觀測站，2011 年至 2018 年之上市公司買回自己公司股份彙總統計表，統計發現 2011 年至 2018 年上市公司之股票買回件數分別為 222 件、116 件、58 件、78 件、261 件、157 件、67 件及 129 件；若將買回目的限縮為「維護公司信用及股東權益」，則 2011 年至 2018 年之買回件數分別為 98 件、64 件、25 件、42 件、142 件、88 件、34 件及 55 件。

<sup>330</sup> See Roe, *supra* note 298, at 92-95.

債危機影響也略有降低，但自 2013 年以來已逐年正成長<sup>331</sup>，尤其在美中貿易戰導致台商回流之後，可預期此一比例會再創新高。而若將視野放大至國際，確實可以發現全球之資本投資呈現下降趨勢，但這或許同樣有比短期股東壓力更好之解釋，因為除了美國這種資本市場發達之國家外，即便在企業資本較不依賴股票市場之國家亦是如此<sup>332</sup>。



資料來源：IMD World Competitiveness Yearbook

綜上所述，不論就機構投資人之行為趨勢，或總體經濟之相關數據，短期主義所預期之影響都未如想像中顯著，因此，許多論者反對將短期主義視為足以影響監管制度之問題。

### 第三目、代理問題

反對將短期主義當作治理重點的另一個主張來自對代理問題之考量，其認為，縱使企業的短期視野確實造成一些負面影響，但為此賦予經營階層不受股東控制之權限並不符合成本效益，因為經營者有嚴重之代理問題，這是公司治理最根本之目標，而加強股東監督被認為是目前為止最有效之應對手段。因此，投資者行動主義之利益相當程度上大於其衍生之短期風險，積極股東可以成為防止經營者濫權

<sup>331</sup> 參經濟部統計處，產業經濟統計簡訊(17/07/2017)，〈固定投資連續 4 年成長，成長幅度介於 1.6%~5.3%〉，[https://www.moea.gov.tw/MNS/dos/bulletin/Bulletin.aspx?kind=9&html=1&menu\\_id=18808&bull\\_id=3167](https://www.moea.gov.tw/MNS/dos/bulletin/Bulletin.aspx?kind=9&html=1&menu_id=18808&bull_id=3167)。

<sup>332</sup> See Roe, *supra* note 298, at 88-91.



之守門人，他們透過呼籲各種治理變革，至少在短期內提升企業價值，減少代理成本<sup>333</sup>。這種觀點意味著，加強股東參與之政策模式並不一定忽略了可能伴隨之短期問題，相對的，其可能只是一種價值間的取捨。

## 第二款、反面論點之回應

### 第一目、針對效率市場

基於效率市場假說否認短期主義存在之論點，依賴於兩項前提之有效性，第一，所有有關企業風險之消息都能有效率地在市場流通且被投資人所掌握；第二，投資人會本於其接收到之訊息為股票正確定價，其願意追逐長期表現看好之公司，並在意識到企業僅專注於短期獲利時出脫持股。然而，許多事實證明，這兩項前提只存在於經濟理論所構築的理想世界中。

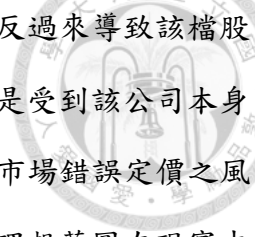
首先，市場資訊的效率程度令人懷疑，即便是在美國這種訊息高速流通、證券交易頻繁之市場，仍然發生了像金融危機般的股市崩盤，這是因為經營者永遠有誘因隱藏不利於公司股價之消息，導致市場可獲得之資訊有限。再者，投資人不一定能正確接收或解讀消息背後所蘊含之風險，例如，金融危機時許多投資人並未意識到房貸市場泡沫化之可能性，因為這是一種相當罕見之風險<sup>334</sup>。這些因素造成投資者無法正確掌握有關企業長期價值之所有訊息，因而難以準確反映公司之股價。

第二，縱使投資人正確接收來自股票市場之所有資訊，其也不一定會正確的為其定價，如前所述，這可能是因為投資者對於短期獲利之非理性偏好，亦可能是因為其短期流動性之需求，甚至是以此作為拘束經營者之手段，導致股東有誘因追求當下之營收表現，而放棄更好之長期投資機會。舉例而言，有立即資金需求之股東可能會在企業有短期獲利並決議分派股息時進入市場，導致公司股價上升，即使其了解公司可將營利用於更好之未來投資。另一個比較特別的情況是，有研究發現，

<sup>333</sup> See Cremers & Sepe, *supra* note 305, at 396.

<sup>334</sup> Anabtawi & Stout, *supra* note 320, at 1290-1291.





隨著指數型基金的快速成長，其對特定股票之需求大增，這可能反過來導致該檔股票在被指數包含後上漲，換言之，指數股票價格之上升很可能不是受到該公司本身營運消息之影響，而是投資者對其之需求所致<sup>335</sup>，這當然加劇了市場錯誤定價之風險，使其無法反映公司之長期價值。綜上所述，效率市場假說之理想藍圖在現實中受到挑戰，若要以此從根本否定短期問題之存在，可能難以使人信服。

## 第二目、針對宏觀數據

在前述的討論中，本文提及針對機構投資者行為與總體經濟影響之宏觀數據並不支持短期主義之預測，機構投資者整體上變得更有耐心，學者擔憂的研發下降、股票買回增加導致企業可用現金減少，以及長期資本的下滑並沒有發生，或者可歸因於其他環境因素。這對短期問題的真實性構成挑戰，人們可以主張，短期主義終究只是理論上之爭議，在現實世界中不構成威脅。然而，對宏觀數據之觀察是否可以表示短期主義不存在，又或者其只是被其他市場力量所抵銷，因而沒有發生預期中之嚴重後果，值得進一步思考，以下即依循此脈絡，嘗試對前開數據之表象做出回應。

首先，針對機構投資人整體持股期間、股票交易量以及行動主義頻率並未隨著其所有權比例之增長而大幅提高之觀察，一個合理的解釋是，比起積極干預之主動型機構投資者，被動型投資管理人在近年來之成長幅度更加可觀，尤其美國指數型基金之市占率從 1995 年時只有 4%，到 2015 年時已達 34%<sup>336</sup>，我國之投信業者亦主要屬被動型投資管理人，其受託管理資產之上升已如前述，這導致行動主義股東之影響被稀釋了<sup>337</sup>。有鑑於被動型投資管理人持股期間較長、治理參與較為消極之特性，造成機構投資者整體之行為趨勢顯得更加被動，但這不表示積極行動股東之干預變得比以往更少。因此，宏觀數據之觀察不能掩蓋某些公司正在成為短期股東

---

<sup>335</sup> Jim Hawley & Jon Lukomnik, *The Long and Short of It: Are We Asking the Right Questions: Modern Portfolio Theory and Time Horizons*, 41 SEATTLE U. L. REV. 449, 453-454 (2018).

<sup>336</sup> Fichtner et al., *supra* note 70, at 302.

<sup>337</sup> Cremers & Sepe, *supra* note 305, at 403.

攻擊對象之事實，短期主義確實存在，只是可能還不足以牽動整個市場。

其次，針對總體經濟影響之部分，一個可能的解釋是，短期主義確實造成危害，但市場上的其他地方抵銷了這些負面影響，因此整體數據並未下滑。傾向長期投資之機構投資者可能是一個例子，例如私募股權基金的整頓計畫可能有助於糾正一些短期行為，至少在其投資期限內確保公司不受更短期股東之攻擊<sup>338</sup>。另外，非公開發行公司近年來研發數量有所上升，在較不受資本市場之影響下，縱使規模有限，仍對整體研發比例有一定之貢獻<sup>339</sup>。而政府也可藉由資助長期研究計畫，減緩市場之短期氛圍。除此之外，次級市場是一個高度多元化之平台，充斥著各種類型之投資標的與投資人，就如同行動主義股東有誘因藉由短線炒作獲利，市場上也存在後勢看漲之企業能吸引股東長期投資<sup>340</sup>，如果一些投資人本於非理性偏好或流動性之限制而選擇短期結算，其他投資人就可能看見更好之投資機會，從短期股東的錯誤中獲利。因此，再一次的，縱然宏觀數據中並未出現短期主義所預期之經濟影響，但並不表示短期問題沒有發生，只是藉由市場的其他力量獲得了緩和。

綜上，雖然短期主義之弊端可能尚未造成市場範圍之顯著影響，但這不表示應該忽略其正在掠奪企業未來價值之事實，本文認為應在傷痕繼續擴大之前，選擇正視問題並思考適當之應對方案。

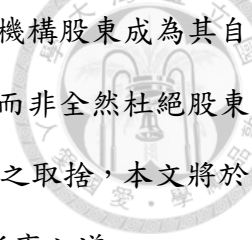
### 第三目、針對代理問題

將避免短期主義與減少代理成本視為互相衝突之主張，似乎忽略了許多短期成因可能正是源自於代理問題之事實，以及可以透過規範或導正股東行為來解決短期問題之可能。正如本文至今為止之脈絡，吾人期待機構投資人能成為適格之董事監督者，避免經營者自我圖利，然而，理想之公司治理角色可能遭遇被動性問題

<sup>338</sup> Roe, *supra* note 298, at 101-102.

<sup>339</sup> 以新創公司為例，我國自 2010 年起新創公司數量明顯增加，在政府與創投基金之輔助下掀起新創熱潮，雖近年來逐漸降溫，但仍為我國之研發市場注入一股新的活力。參 FINDIT 2018 國內新創統計 (19/12/2018)，<https://findit.org.tw/researchPageV2.aspx?pageId=888>。

<sup>340</sup> Roe, *supra* note 298, at 104-105.



或短期主義等障礙，但可以嘗試從股東之面向修正這些問題，使機構股東成為其自身與利害關係者之守門人，目前許多政策確實朝此一方向發展，而非全然杜絕股東之影響力，因噎廢食。因此，短期主義與代理成本不應是價值間之取捨，本文將於下一章節探討如何使機構股東克服短期疑慮，發揮治理功能的折衷之道。

最後，有關代理問題與短期主義之爭論可能反映了兩種意識形態之衝突，那些認為董事總是設法掏空公司，而股東只能發出微弱聲音之人可能更輕易地將短期主義視為經營者鞏固權力之口號；而那些將行動主義股東當作可怕之掠奪者，使經營者不得不放棄創業理念之人則可能更重視短期主義之證據<sup>341</sup>。這種意識形態主導了許多辯論之本質，使問題變得更加難以解決，因此，本文希望能逸脫對特定角色之歧見，從更客觀之層面分析問題。

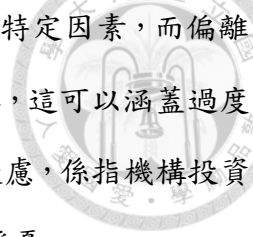
#### 第四項、機構投資者之短期疑慮

經過前開分析，本文認為應正視短期主義之威脅，而非將其掩埋在市場數據之洪流中，藉以粉飾太平。而在導致短期問題之諸多成因中，本文將著重於討論投資者之短期偏好。而比起散戶投資者，鑒於近年來投資模式之轉變與股權之集中化，關注機構投資者之短期問題顯然更具治理上之重要性，亦符合本文之主旨。故本部分將以機構股東為對象，嘗試分析在其營業模式下可能產生之短期疑慮，並聚焦於我國之情形。

在進入類型化之討論前，有必要先為此處之短期疑慮為進一步之解釋，並釐清可能混淆之觀念。如前所述，短期主義通常被認定為專注於時間較短之投資項目，而放棄長期之投資機會。然而，誠如本文對長期價值概念之說明，長期價值不一定是藉由投資長期項目來實現，而是應追求理想時間之項目。在此理解下，短期主義之問題不應被單純定義為對短期項目之重視，因為這本身不見得有損於公司之總

---

<sup>341</sup> Claire A. Hill, *An Identity Theory of the Short- and Long-Term Investor Debate*, 41 SEATTLE U. L. REV. 475, 483-488 (2018).



體價值。故本文認為對短期問題更精確之解釋是，當企業受制於特定因素，而偏離理想時間長度之投資項目時，所造成對公司總體價值之不利影響，這可以涵蓋過度關注短期或是過度關注長期之情形<sup>342</sup>。故本節所欲探討之短期疑慮，係指機構投資者錯誤地關注特定之時間範圍，造成企業偏離理想投資途徑之隱憂。

### 第一款、避險基金

有關機構投資者短期主義之批評，通常係以避險基金為主要對象，其往往被指責為追求快速獲利，並利用機構之影響力促使經營者過度關注短期表現，而損害企業之長期價值。伴隨著這種負面形象，避險基金通常不受經營者之歡迎，亦是各國立法者致力監管之目標<sup>343</sup>。而避險基金之所以近乎成為短期主義之代名詞，主要與其商業模式有關，按照常見之收費標準，避險基金之經理人每年除了按管理資產之2%收取小額報酬外，亦可從管理績效中抽取20%作為酬勞<sup>344</sup>，故相較於一般之投資管理人，其有更高之誘因承擔風險，以追求市場之高額回報。而如前所述，避險基金原則上每年進行清算，且投資人每月皆有贖回之機會，這導致其有在短時間內創造獲利之壓力，否則投資人可能在激烈之市場競爭中將資金轉向其他基金管理者。因此，本於高度仰賴績效表現之薪酬結構與有限之投資期間，避險基金具有天生之短期取向。

了解避險基金之短期誘因後，接下來的問題是，避險基金為了實現快速獲利所採取之策略為何，其何以成為廣泛經營階層之夢魘，並可能對整體市場健康構成威脅。起初，避險基金作為聰明之選股者，其在市場上尋找有潛力，且被低估之標的進行投資，利用這種股票估值之資訊落差買賣獲利。然而，隨著股市交易日漸頻繁，資訊流通更甚以往，擊敗市場變得越來越困難，避險基金需要尋找能獲得穩定回報之新策略，於是他們變得更加積極主動，其轉而專注於表現不佳之公司，藉由收購

<sup>342</sup> Verstein, *supra* note 310, at 579-580.

<sup>343</sup> See generally Thomas C. Pearson & Julie Lin Pearson, *Protecting Global Financial Market Stability and Integrity: Strengthening SEC Regulation of Hedge Funds*, 33 N.C.J. INT'L L. & COM. REG. 1 (2007).

<sup>344</sup> 彭德明，前揭註84，頁49-50。

一定比例之非控制股權取得影響力，接著發起行動主義活動促使公司改變經營策略，藉以提高股價後出售，獲取利潤<sup>345</sup>。換言之，避險基金不再僅是單純尋求擊敗市場之選股者，而成為積極介入公司經營之行動主義者。結合其固有之短期誘因，這種干預自然具有損害目標公司長期價值之疑慮，舉例而言，避險基金可能會促使經營者削減研發支出或增加股票買回，以刺激短期股價表現，不論這是否有利於公司之長期利潤<sup>346</sup>。

面對避險基金之威脅，目標公司可在相關法規揭露義務之協助下，採取一定程度之抵禦措施，然而，近期避險基金所採取之門口狼群策略，使這種防禦變得越來越困難。析言之，各國法規通常會設定一定比例之持股申報義務或大股東之特別責任<sup>347</sup>，當避險基金購買之股份超過該特定比例之門檻時，其就會在取得具影響力之部位前浮出水面，或必須遵守特定之法律規範，這基本上就給予目標公司之經營者相當之應對時間，也限縮了避險基金所能採取之活動範圍。然而，近期避險基金發展之新模式是，由某一避險基金領銜，在其取得超過應申報比例之股份後，申報之前，其他避險基金會跟著一起購買少數股份，並在最終申報時集體持有足以干預經營之股權，形成狼群，一同向董事會施壓。此種策略除了可確保領導者以外之避險基金不會被目標公司發現外，更重要的是，其可以在經營者察覺之前建立可觀之股票部位，集體行動之方式也可以避免任一避險基金被認定為大股東<sup>348</sup>。這增加了避險基金行動主義之破壞性，並成為各國政府之監管難題。

近年來有關避險基金行動主義對目標公司影響力之研究相當廣泛，雖然在避險基金之干預是否會對公司產生長期之股票收益上存在爭論<sup>349</sup>，但大多數研究都發現，目標公司在避險基金參與後研發投資下滑，債務槓桿率提高，甚至員工總數

<sup>345</sup> Coffee & Palia, *supra* note 85, at 573.

<sup>346</sup> IAnabtawi & Stout, *supra* note 320, at 1290-1291.

<sup>347</sup> 以美國為例，其 1934 年證券交易法 section 13(d)(3)規定，當投資人或集團持有之股份超過目標公司股份總數之 5%時，需在 10 天內提交 13D 表格進行申報。

<sup>348</sup> See Coffee & Palia, *supra* note 85, at 562-568.

<sup>349</sup> Paccos, *supra* note 186, at 11-13.

下降，而多數人關心的經營績效似乎沒有明顯改善<sup>350</sup>。這表明避險基金在股票市場的成功，很可能是來自公司其他利益關係者之財富轉移。此外，調查更發現，避險基金之目標已不再局限於表現不佳之公司，只要市場相信特定變革會促成短期之股價飆升，該企業即有可能成為避險基金攻擊之對象<sup>351</sup>。換言之，只要公司具有短線炒作之潛力，即難保可以倖免於此等行動主義者之威脅。

綜上所述，避險基金天生之短期誘因，加上積極之行動主義參與，很可能對企業之長期價值造成危害。然而，其在監督經營階層、解決代理問題之層面上亦能扮演一定之角色，如何在此二者間取得適當之平衡，發展折衷之治理模式，仍是值得思考之議題。

## 第二款、私募股權基金

鑒於私募股權基金主導經營權之商業模式與高度專業化之治理策略，其一度被認為是代理問題之最佳解答。析言之，私募股權基金瞄準市場上表現欠佳之公司，藉由收購控制性股權之方式入主董事會，利用其專業知識協助改善經營體質，並從公司價值之提升中獲取利潤。身為目標公司之最大股東與受益人，其似乎有足夠之誘因實現企業價值之最大化<sup>352</sup>。但是，即便有助於消弭股東與經營者間之代理成本，私募股權基金之參與是否與公司之長期價值一致，可能是更重要的問題。一般而言，私募股權基金被認為是中期投資者，其通常具有 8 到 12 年之存續期間，期間屆至時才需清算，這顯然比前述之避險基金或一般之散戶投資人來的更長期，故有論者認為，私募股權基金應有助於糾正市場之短期氛圍<sup>353</sup>。然而，實際之情況是，私募股權基金通常需要花費 3 到 5 年的時間尋找適合之投資標的，亦須在期限屆至前確保目標公司能妥善地出售或上市，這導致私募股權基金真正持有目標

<sup>350</sup> See Coffee & Palia, *supra* note 85, at 586-589.

<sup>351</sup> See *Id.* at 582-583; see also INSTITUTIONAL INVESTOR ACTIVISM: HEDGE FUNDS AND PRIVATE EQUITY, ECONOMICS AND REGULATION 2-3 (William W. Bratton & Joseph A. McCahery eds., 2015).

<sup>352</sup> 方元沂(2011)，〈私募股權基金與公司治理—以美國併購型私募股權基金為研究中心〉，《華岡法粹》，第 49 期，頁 190-191。

<sup>353</sup> Roe, *supra* note 298, at 101-102.

公司之期間平均僅有 5.5 年<sup>354</sup>，其需在該時間內進行大規模之整頓計畫，使股票價值產生相當幅度之提升，這或許比多數人預期的都還要緊迫。



除此之外，私募股權基金之槓桿收購策略與特殊之薪酬結構亦可能使其帶有更多短期取向之疑慮。首先，槓桿收購模式將使目標公司在合併後承擔私募股權基金向銀行融資之債務<sup>355</sup>，這可能導致公司之負債比率提高，使財務狀況進一步惡化，這除了會加劇整頓之困難從而提高採取短期財富轉移策略之誘因外，縱使最後成功出售或上市，亦可能對公司之長期價值留下有害之影響。再者，私募股權基金收取報酬之模式與避險基金類似，其通常按受託資金之規模向投資人收取每年 2% 左右之基金管理費，以及從投資獲利中抽取 20% 做為績效報酬。而特別的是，績效抽成之計算通常採取優先保本加計優先報酬率(Preferred Return)之原則，亦即投資收益必須先返還投資人本金，並支付事先約定給予投資人之預期收益基準後，基金經理人才可進行績效抽成，換言之，若基金回報率低於優先報酬率，則基金經理人即無法收取績效費用<sup>356</sup>。而基金之回報率係以內部回報率 (Internal Rate of Return, IRR) 為計算基準，故在相同之投資獲利下，若基金保留投資人資本之時間越長，內部回報率就越低，必須支付給予投資人之優先報酬也越高<sup>357</sup>，這就促使基金管理者有在短期內盡快獲利了結之誘因，間接加劇了私募股權基金之短期色彩。綜上，儘管私募股權基金並未如避險基金般遭受嚴厲之短期主義批評，但仍可從其商業模式中發現一定程度之短期疑慮。

### 第三款、共同基金

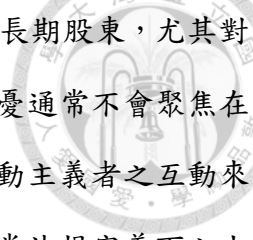
在短期主義之脈絡下討論共同基金等被動型投資管理人似乎是一個奇怪的命

<sup>354</sup> Fontenay, *supra* note 185, at 442-443.

<sup>355</sup> 有關槓桿收購之運作模式，可參前揭註 78。

<sup>356</sup> 舉例而言，假設投資人投資某私募股權基金 100 萬元，為期 10 年，約定優先報酬率為 8%(通常介於 5-10%之間)，則當基金投資獲利後，應優先返還投資人之本金 100 萬元，並計算投資回報率，在扣除管理費與相關規費後，若回報率達到 8%以上，則應優先給予投資人按每年 8%計算之投資利潤(100 萬\*5(年)\*8%=40 萬)，之後高於 8%之部分，基金管理人可從中抽取 20%之績效費用，而若基金回報率低於 8%，則基金管理人就不可抽取績效報酬。

<sup>357</sup> Fontenay, *supra* note 185, at 443.



題，一般而言，共同基金具有較長期之投資期限，因而被認為是長期股東，尤其對指數型基金而言，其近乎具有永久之時間範圍，故短期問題之擔憂通常不會聚焦在他們身上。除此之外，共同基金甚至被期待透過與避險基金等行動主義者之互動來緩和市場之短期思維。詳言之，避險基金等短期投資人為避免該當法規定義下之大股東而被課予一定之責任，其通常不會持有超過 10% 之股份，故若要發起足以威脅經營者之行動主義活動，往往需要尋求共同基金等實力派股東之支持，因此，共同基金可扮演協調避險基金行動之角色，藉由僅支持有利於長期價值之經營變革來限制避險基金之短期策略<sup>358</sup>。而鑒於近年來共同基金之規模不斷增長，許多論者將其視為引導長期投資之重要關鍵。

由於上開因素，共同基金往往在避險基金與經營階層之對立中具有決定性之作用，然而，共同基金是否總是會本於被投資公司之長期價值做出選擇，其實不無疑慮。雖然許多大型共同基金常公開表示會遠離短期主義之行為，並貫徹負責任投資之目標，但囿於成本因素，共同基金通常無法對個別公司之經營體質進行深入研究，而有關何種提案較符合公司長期價值之判斷亦有相當之難度，這導致共同基金在某些情況下可能無法正確評價避險基金之行為，而難以成為短期主義之守門人<sup>359</sup>。此外，共同基金之收費結構可能使其有誘因偏好在特定時點獲得收益，如前所述，短期問題並不一定係指過度關注短期項目之行為，當投資人出於自利因素促使公司專注於特定之時間範圍，而偏離理想之投資途徑時，即會產生有害企業價值之短期疑慮。而共同基金主要根據管理資產之數額收取費用，客戶委託管理之資金越多，其報酬就越高，這可能促使共同基金經理希望盡快獲得回報以展現投資能力，從而在未來幾年吸引更多客戶，因此他們可能會忽略那些較晚收成之投資機會。再者，受託資產之價值會在特定之時間點進行計算，基金也會在特定之時間點開放贖回，這都可能影響經理人之報酬，使其有誘因在這些特定時點實現收益或避免虧

<sup>358</sup> Strampelli, *supra* note 31, at 831-833.

<sup>359</sup> Paccos, *supra* note 186, at 15-16.



損，即使那並非最適合之出場時機<sup>360</sup>。綜上，即使共同基金具有較長期之投資期限，其仍然可能錯誤地關注特定之投資時點，有礙公司長期利潤之最大化。

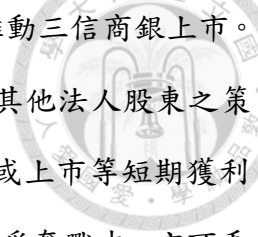


#### 第四款、資產擁有人—以一般投資公司為重

相較於上述所探討之投資管理人，利用自有資金進行投資之資產擁有人是否具有潛在之短期疑慮，亦是值得研究之議題。而由於資產擁有人之種類繁多，除有不同之投資目的，亦可能受不同法領域之規範，故其偏好之投資期間自不可一概而論。而首先，就銀行、保險公司等金融機構而言，如前所述，在我國相關法規之要求下，其普遍對單一公司之持股比例不高，且參與經營之權能受限，導致其在治理干預上呈現較為消極被動之態度，因此可能較不具有如避險基金等行動主義者般的短期疑慮，且該等金融機構亦未有如同前述共同基金之收費結構與贖回機制，故亦較少有關注特定投資時點之問題。另外，就退撫基金、郵政基金等政府基金而論，除同樣受有相關規範之限制外，其基本上對特定族群之廣泛受益人負有固定債務，且具高度之政府導向與公益色彩，故其通常傾向採取謹慎小心的投資計畫，亦較有誘因以促進市場之長期健康為目標，因此有關短期問題之擔憂亦較不明顯。

然而，在檢視我國其他資產擁有人之投資活動下，本文發現有一種類型之法人投資者呈現了與避險基金等行動股東相類似之特徵與短期疑慮，也就是以一般性投資為主要業務之投資公司。此種公司一方面不受嚴格之法律管制，另一方面，其顯然有誘因為了投資獲利，以行動主義股東之身分干預目標公司之經營，迫使其採取有害長期價值之財富轉移。舉例而言，我國近期由寶佳集團所發起的股東行動主義活動引起社會矚目，以寶佳建設股份有限公司為首之寶佳機構，近年來藉由設立投資公司購買若干金融機構之股份，取得對經營階層之影響力，例如，其於 2014 年以和築投資有限公司入股三信商業銀行股份有限公司(下稱「三信商銀」)，並取得 1 席之董事會名額，隨後於 2017 年與遠東航空集團張綱維、國寶集團朱國榮聯

<sup>360</sup> Verstein, *supra* note 310, at 584-585.



手，合力拿下 15 席董事中的 5 席，一同向經營階層施壓，企圖推動三信商銀上市。此種模式已不難發現避險基金狼群策略之身影<sup>361</sup>，亦即藉由與其他法人股東之策略性結盟發起具有威脅性之行動主義活動，藉此尋求出售公司或上市等短期獲利之經營手段。除寶佳外，從近幾年來鬧得沸沸揚揚之大同經營權爭奪戰中，亦可看見此類市場派投資公司之地位。有關大同之經營權之爭已喧囂多時，而 2018 年，三圓建設董事長王光祥與其長子王雅麟透過旗下之羅得投資、競殿投資與三雅投資 3 家投資公司共同取得大同 10.01% 之股權，成為最大股東，並積極拉攏其他市場派盟友，企圖在大同股價持續委靡不振下，於 2020 年之董監改選中搶占董事會席次<sup>362</sup>。雖最終結果如何尚不可知，但三圓集團近年來已利用其實力派股東之影響力積極干預大同之經營走向，如提案解任獨立董事<sup>363</sup>，以及申請召開股東臨時會<sup>364</sup>等，其主要訴求包含改善公司治理、處分不良資產與增加股東權益等變革<sup>365</sup>。再一次地，本文從此類投資公司之商業策略中看見避險基金等行動股東的影子。

綜上，在資產擁有人當中，傳統之金融機構與政府基金多具備被動型投資管理人之特徵，且受嚴格之法規管制，因此較無短期主義之疑慮。而雖然避險基金與私募基金等國際上主要為人詬病之短期股東在我國較不發達，但卻可以從一般投資公司之商業模式中看見類似之擔憂。鑒於其在我國機構投資人分布中之主要權重，該等投資法人之短期主義問題可能才是在我國法下需要監管之重點對象，面對其可能對公司治理與市場健康造成之負面影響，相關法政策之形成不可不慎。

### 第三節、小結

綜上而論，在探討機構投資者參與之障礙與隱憂時，本文將研究範圍聚焦於被

<sup>361</sup> 楊岳平(2019)，〈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，頁 112。

<sup>362</sup> 今周刊(23/05/2018)，〈地產大亨搶經營權 掌控 52% 股權，大同恐變天〉。

<sup>363</sup> 經濟日報(17/06/2019)，〈經濟解析／若發生這件事 大同經營權恐怕「翻盤」〉。

<sup>364</sup> 經濟日報(24/09/2019)，〈大同市場派出招 揪團開股臨會〉。

<sup>365</sup> 經濟日報(05/06/2019)，〈王光祥放話 一定要拿下大同〉。

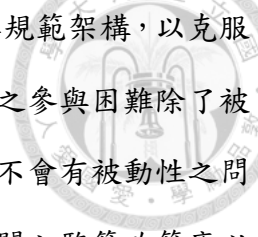


動性與短期主義之問題上，透過對其成因與反面論點之分析，並結合我國產業環境之特色與相關統計資料，期能掌握在推動機構投資者治理之政策目標下可能遇到之困難。

就被動性問題部分，藉由以上分析，本文提出其可能係由於參與治理之成本、機構投資者持股之多元化以及搭便車等難題所致，故此問題主要出現在具有此等特徵之被動型投資管理人，以及我國之金融機構與政府基金身上。而雖有反面論點認為，透過與主動型投資管理人之競爭或整合，可能有助於緩解被動性之成因，然而，實際觀察我國機構投資者之參與情形發現，不論是從投票傾向、股東提案或是股東訴訟等公開數據加以檢驗，均可論證我國之機構股東普遍對參與治理呈現消極之態度，這可能亦與我國相關法規之限制以及主動型投資管理人較不發達等因素有關。儘管如此，本文亦發現機構投資者之參與程度實際上可能視議案之類型而有不同，且似乎更偏好進行檯面下的治理干預。另外，機構股東亦可能藉由與行動主義者之互動，來克服前述之參與成本，故其對經營階層之影響力仍值得持續觀察。

而就短期主義之問題，本文指出其成因其實相當複雜，可從經營者、投資大眾與市場效率等角度加以解釋，甚至有不少論者從根本上否認短期主義之存在。在透過對該等反面論點之分析與回應後，吾人一方面肯認短期問題之威脅性，另一方面為聚焦於機構投資者，將討論之重點著重於投資人之面向，並深入探討機構投資者可能具有之短期疑慮。而在此議題上，除了較常被提及之避險基金與私募股權基金等潛在的短期投資人外，本文提出共同基金與一般投資公司亦可能具有迫使經營者以犧牲利益關係人權益之方式實現自身利益之短期風險，故在監管上亦不容忽視。

最後，根據前述對我國投資者市場占比之研究，我國之機構投資人係以被動型之投資管理人與一般投資公司為主要類型，故要建立以機構投資人為主體之盡職



治理文化，本文認為應首要側重於探討此二類機構之治理模式與規範架構，以克服其可能遭遇之障礙。而本於上述分析，被動型投資管理人所面臨之參與困難除了被動性問題外，亦可能包含一定程度之短期風險。而投資公司雖較不會有被動性之問題，但顯然具有類似於避險基金與私募股權基金之短期疑慮，相關之監管政策應以此為應對之重點。然而，現代監理規範之問題在於，其往往以一致的標準考量機構投資者之地位<sup>366</sup>，而忽略不同類型之機構有不同治理障礙之事實，從而無法發揮應有之成效。因此，本文認為應視機構投資者之類型分析治理疑慮，再設計相應之規範促進其參與，故以下即就被動型投資管理人與一般投資公司之治理架構為進一步之探討。

---

<sup>366</sup> Strampelli, *supra* note 31, at 807-808.



## 第五章、被動型投資管理人之治理架構

本章將先以被動型投資管理人為對象，思考相關立法政策應如何形成或修正，以實現其公司治理定位。本部分將按以下順序進行討論：首先，本於對被動型投資管理人商業模式與治理障礙之分析，吾人將先提出適當之政策方向；接著，檢驗我國之現行規範是否足以克服障礙並發揮機構投資者之治理功能；而在對規範之成效與缺陷進行評析後，本文將從比較法之觀點，綜覽目前為止歐盟、美國與英國在促進機構投資者參與上所為之嘗試；最後試著從制度面提出可行之政策建議。

### 第一節、被動型投資管理人之治理問題與政策方向

根據第三章有關機構投資者公司治理定位之探討，本文提出機構股東能成為本於自身之長期價值監督經營者考量其他利害關係人權益之守門人，且其亦有誘因這樣做。而被動型投資管理人本於投資之多元化與長期性、對於良好聲譽之需求以及不容易出脫持股等特性，皆促使其可能在商業模式中落實這樣的治理期待。而立法者除了應鼓勵其參與外，還必須認識到過程中可能遇到之阻礙，並設計相應之規範加以排除。

而根據前述分析，被動型投資管理人面臨之主要難題在於，在其營利模式下，積極參與之成本過高，這可能與其費用結構、持股多元化與搭便車等困境有關。此外，雖被動型投資管理人基本上屬於長期投資者，較少涉及短期主義之批評，但其亦可能會有錯誤地關注特定時間範圍之疑慮，縱使相較於避險基金等短期投資者，這可能並不嚴重。因此，在有關此類機構之規範設計上，應將主軸置於如何降低其參與之成本，並在一定程度上修正可能之短期偏離，以期發揮應有之治理功能。

### 第二節、我國盡職治理守則之評析與簽署現況

我國截至目前為止，在借重機構投資人之力量改善公司治理之議題上，最詳盡之嘗試當屬 2016 年 6 月繼受英國法所頒布之我國《機構投資人盡職治理守則》，

期望能藉此跟上世界潮流，發展屬於我國之盡職治理文化。該守則為包含被動型投資管理人在內之機構投資者，設立了長期參與之雛形，本部分即就守則之規範內容為介紹，並藉由分析其簽署現況評估守則之施行成效，以為後續之檢討與政策建議奠定基礎。

## 第一項、守則之規範內容

### 第一款、推行單位

我國之盡職治理守則係由臺灣證券交易所（簡稱證交所）之公司治理中心在金融監督管理委員會（簡稱金管會）之指導下所發行，屬於國家政策之一環<sup>367</sup>。而守則中鼓勵簽署人在向證交所告知其簽署意願後，將遵循守則之聲明公布於公司治理中心指定之網站<sup>368</sup>，由此可知該守則之運作亦是由證交所進行管理。相較於美國等由私人機構間自行發展而成之治理規範，由政府主導之模式通常更具影響力<sup>369</sup>。

### 第二款、自願性質與遵循或解釋原則

首先，守則於第二章中表示，鼓勵重視盡職治理之機構投資人簽署並遵循相關原則，故可知我國守則與繼受而來之英國法相同，簽署與否僅屬自願性質，並非強制規範，機構股東得自行決定是否受其拘束<sup>370</sup>。而對簽署機構而言，有關守則所列之各項原則，我國係採取「遵循或解釋」（comply or explain）之方式，亦即若機構投資者有無法遵循之部分，僅需於其遵循聲明中提供合理之解釋即可<sup>371</sup>。此舉主要是為調和不同背景之機構投資人，增加其簽署之意願，主管機關亦可藉由相關解釋之蒐集，評估守則之改善方向。

<sup>367</sup> 證交所雖非行政機關，但該守則係由金管會以行政指導與合作的方式與證交所共同推行，故本文認為該守則應屬國家治理政策發展之一環，而非投資人間的私人協議。

<sup>368</sup> 參照機構投資人盡職治理守則第三章。

<sup>369</sup> Hill, *supra* note 32, at 510.

<sup>370</sup> 參照機構投資人盡職治理守則第二章。

<sup>371</sup> 參照機構投資人盡職治理守則第三章。



### 第三款、規範對象

而有關盡職治理守則所欲規範之主體(即其建議簽署之對象),主要包含投資我國公司有價證券之資產擁有者與投資管理者,且不以本國或國外、政府或私人機構為限<sup>372</sup>。須特別指出的是,投資顧問在我國守則中則被歸類為投資管理人,故同為建議簽署之對象,但守則並未將股權研究代理機構列為規範主體。

### 第四款、責任基礎與長期利益

我國守則對於盡職治理概念之定義是,考量到機構投資人所運籌之資金對於市場與被投資公司影響重大,其在投資或履行受託人責任時,應基於資金提供者之長期利益,關注被投資公司之營運狀況,並參與公司治理<sup>373</sup>。除此之外,守則目的中也提到,本守則旨在鼓勵機構投資人運用其影響力,善盡資產擁有人與管理人之責任,增進其本身及資金提供者之長期利益<sup>374</sup>。由此可知,我國守則係以機構投資者對其資金提供者(可能包含基金投資人、客戶或受益人)之受託人責任作為課予盡職治理義務之正當性基礎,並將此受託人責任之內涵設定為追求資金提供者之長期利益。

### 第五款、六大原則

按照守則第四章之規定,機構投資人之盡職治理責任包含六大原則,守則並於第五章中明訂各項原則之遵循指引供簽署者參考,但指引之部分不具拘束力,簽署機構可本於自身之產業特質,採用適當之方式落實守則要求,以確保守則運作之靈活性。以下即就各項原則之內涵為簡要之說明。

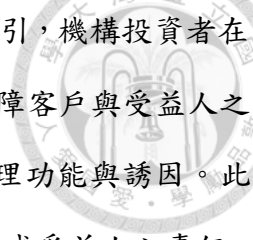
#### 第一目、原則一：制定並揭露盡職治理政策

本於上開盡職治理之概念,守則之原則一要求簽署機構應制定並揭露對被投

<sup>372</sup> 參照機構投資人盡職治理守則第二章。

<sup>373</sup> 參照機構投資人盡職治理守則第一章。

<sup>374</sup> 參照機構投資人盡職治理守則第二章。



資公司之盡職治理政策，以追求資金提供者之長期利益。根據指引，機構投資者在制定該政策時，宜考量其位於投資鏈之角色、業務性質及如何保障客戶與受益人之權益，可見守則已意識到不同類型之機構間可能存在相異之治理功能與誘因。此外，指引中亦提及，該政策之揭露宜至少包含業務簡介、對客戶或受益人之責任、盡職治理行動及該行動之委外辦理情形與管理措施等內容，而其中盡職治理行動部分可透過關注被投資公司、與經營階層互動、參與股東會以及投票等方式進行。此除了為該政策之擬定提供了相當概略之輪廓外，其中一個重點是，守則注意到了資產擁有人可能會委託投資管理人進行投資活動，以及機構投資者可能委託股權研究代理機構出具投票建議等情形，故建議在政策中揭露此種委外情形，但並未課予其更具體之說明義務。

## 第二目、原則二：制定並揭露利益衝突管理政策

本原則要求簽署人應制定並揭露發生利益衝突時之管理政策，此政策之目的在於確保機構投資者基於客戶或受益人之利益執行業務。而根據指引，該政策之揭露宜至少包含利益衝突之態樣與管理方式，換言之，機構投資者應能識別可能發生利益衝突之情形，並設計相應之處理辦法。此種利益衝突可能存在於機構投資者之私利與資金提供者之利益之間，亦可能存在於特定客戶與其他客戶或利害關係人之間，而在管理方式上，指引中指出可從權責分工、資訊控管、合理的薪酬制度及彌補措施等面向加以落實。至於已發生之利益衝突事件，簽署人亦宜向客戶或受益人為清楚之說明。

## 第三目、原則三、持續關注被投資公司

本原則僅要求簽署機構應持續關注被投資公司，而未進一步課予其他具體義務，似乎較偏向指導性之上位原則。而該原則之指引指出，關注之目的在於評估相關資訊對被投資公司、客戶或受益人長期價值之影響，及決定機構股東與被投資公司互動之方式，並作為投資決策之參考。由此可知，守則認為持續性的關注是建立



適當參與方式之前提。此外，守則亦舉例說明可關注之資訊類型，可注意的是，其中除了財務資訊外，亦包含環境影響與社會議題等 ESG 相關資訊。



#### 第四目、原則四：適當與被投資公司對話及互動

原則四要求機構投資者本於前述之關注，適當與被投資公司進行互動，以強化公司治理。同樣地，該原則較偏向指導性之概念，而無具體義務之要求。而值得說明的是，在該原則指引中揭示了盡職治理守則所認為可採取之參與方式，包含與經營階層書面或口頭溝通、針對特定議題公開發表聲明、於股東會發表意見、提出股東會議案，以及參與股東會投票等。此外，指引中亦提及機構投資人得於必要時，透過與其他機構投資人之合作，維護客戶或受益人之權益。此似乎可與本文前述之不同機構間可能之互動情形相互呼應。

#### 第五目、原則五：建立明確投票政策與揭露投票情形

本原則要求簽署機構在身為被投資公司股東之基礎上，應建立明確之投票政策與揭露投票之情形。根據指引，機構投資者在行使表決權時，應考量議案對客戶、受益人及被投資公司長期利益之影響，避免機械式地贊成、反對議案或棄權，而若機構投資人有委託股權研究代理機構出具投票建議，仍宜自行判斷如何履行投票權。此似乎與本文前述對我國機構投資人投票傾向之觀察互相衝突。而在具體之政策內容上，指引中表示可包含設定投票權行使之門檻、定義原則上支持或反對之議案類型，或是在投票前與經營階層進行溝通，以尋求共識。

#### 第六目、原則六：定期向客戶或受益人揭露履行盡職治理之情形

最後，守則之原則六要求簽署人應定期向客戶揭露其履行盡職治理之情形。內容除了守則之遵循聲明與解釋外，亦宜包含機構投資者出席股東會之情形、投票情形與其他重要之盡職治理行動，像是原則四中所例示之各種參與活動。而指引中亦特別指出，在資產擁有人委託投資管理人進行投資管理時，亦宜說明其為確保投資



管理人遵循盡職治理政策所採取的措施為何。

## 第二項、施行成效之評析

概述完我國盡職治理守則之規範內容後，接著本文將就守則施行至今之成效進行評估，以檢驗其是否有達成促進機構股東長期參與之預設目標，而由於本章係以被動型投資管理人為討論對象，故以下之評析將著重於守則對我國證券投資信託基金行為之實際影響。

首先，就守則之簽署現況而論，自 2019 年 11 月 30 日為止，共計有 149 家機構投資者自願簽署該守則<sup>375</sup>，其中以證券投資信託公司為主之投資管理業占多數。而目前在我國市場投資共計 39 家之投信業者已全數成為簽署人<sup>376</sup>，除國內機構外，亦包含有荷寶投資管理、富達投信、貝萊德投信等外資機構在內，可見守則在規範我國被動型投資管理人之效力上，已成為統一之遵循標準，對其治理參與有不可輕忽之地位。

而進一步觀察簽署機構就守則規範之履行情形，守則第三章規定，公開簽署之機構投資人應於其網站及公司治理中心指定之網站揭露願意遵循本守則之聲明(即遵循聲明)，及各原則之遵循情形概述，並附有參考範例。而由於機構投資人得於簽署遵循聲明後六個月內補提各項原則之遵循情形概述，因此本文僅參考至 2019 年 5 月 31 日以前已簽署之證券投資信託基金業者，對於守則中各項原則之履行概況。而鑒於守則第四章各原則要求公布之資訊主要為制定之「盡職治理政策」、「利益衝突管理政策」以及「明確之投票政策」，並應定期揭露「投票情形」及「履行盡職治理之情形」，故以下之分析將以基金業者之遵循情形概述中是否有制定上述相關政策，以及是否有揭露投票與盡職治理情形為標準，衡量其對守則之遵循程

<sup>375</sup> 參臺灣證券交易所公司治理中心網站公布之盡職治理守則簽署名單，<http://cgc.twse.com.tw/stewardshipList/listCh> (最後瀏覽日：30/11/2019)。

<sup>376</sup> 參中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會投信業家數統計資料。



度。

於 2019 年 5 月 31 日以前簽署守則之投信業者共有 37 家，於其各自提出之遵循聲明中，皆未有選擇以解釋之方式，取代特定原則遵循義務之敘述，換言之，所有簽署者都承諾願意遵守守則所要求之六大原則。然而，就實際之遵循情形觀察，可發現真正落實各原則所定之政策制定與揭露義務者相當有限。就相關政策制定方面，大部分業者僅單純以守則範本作為遵循聲明，而未在時效內提出完整之遵循情形概述，有關守則要求之盡職治理、利益衝突管理以及投票政策等皆付之闕如，如台新投信、華南永昌投信、瀚亞投信等業者<sup>377</sup>。而在有履行政策制定義務之業者中，很大一部分只是敘明會依照公司內部相關規範處理或過於空泛，未符合守則指引所要求之具體標準，例如元大投信、群益投信、宏利投信等業者<sup>378</sup>。真正有制定完整且明確之相關政策者僅為少數，例如柏瑞投信等業者<sup>379</sup>。而就揭露情形方面，大部分之基金管理人僅有公布對被投資公司之出席股東會與投票情形，如富邦投

<sup>377</sup> 參台新證券投資信託股份有限公司「機構投資人盡職治理守則」遵循聲明，<https://www.tsit.com.tw/PDF/%E6%A9%9F%E6%A7%8B%E6%8A%95%E8%B3%87%E4%BA%BA%E7%9B%A1%E8%81%B7%E6%B2%BB%E7%90%86%E5%AE%88%E5%89%87%E5%8F%B0%E6%96%B0%E6%8A%95%E4%BF%A1%E9%81%B5%E5%BE%AA%E8%81%B2%E6%98%8E1050727.pdf>(最後瀏覽日：30/11/2019)；華南永昌證券投資信託股份有限公司「機構投資人盡職治理守則」遵循聲明，<https://www.hnitc.com.tw/www3/statement/governance.asp>(最後瀏覽日：30/11/2019)；瀚亞證券投資信託股份有限公司「機構投資人盡職治理守則」遵循聲明，[https://www.eastspring.com.tw/docs/default-source/document-downloads/responsible-investment/%E6%A9%9F%E6%A7%8B%E6%8A%95%E8%B3%87%E4%BA%BA%E7%9B%A1%E8%81%B7%E6%B2%BB%E7%90%86%E5%AE%88%E5%89%87%E9%81%B5%E5%BE%AA%E8%81%B2%E6%98%8E\\_20181126.pdf](https://www.eastspring.com.tw/docs/default-source/document-downloads/responsible-investment/%E6%A9%9F%E6%A7%8B%E6%8A%95%E8%B3%87%E4%BA%BA%E7%9B%A1%E8%81%B7%E6%B2%BB%E7%90%86%E5%AE%88%E5%89%87%E9%81%B5%E5%BE%AA%E8%81%B2%E6%98%8E_20181126.pdf)(最後瀏覽日：30/11/2019)。

<sup>378</sup> 參元大證券投資信託股份有限公司「機構投資人盡職治理守則」遵循聲明，<https://www.yuanta.com.tw/eYuanta/Securities/Node/Index?MainId=00409&C1=2018032205866021&C2=2019021308569437&ID=2019021308569437&Level=2>(最後瀏覽日：30/11/2019)；群益證券投資信託股份有限公司「機構投資人盡職治理守則」遵循聲明，<https://www.capitalfund.com.tw/html/fund/ec/upload/Stewardship/statement02.pdf>(最後瀏覽日：30/11/2019)；宏利證券投資信託股份有限公司「機構投資人盡職治理守則」遵循聲明，[https://cgc.tw/se.com.tw/static/20190314/000000069753b3101697b4a41ad0016\\_%E5%AE%8F%E5%88%A9%E6%8A%95%E4%BF%A1.pdf](https://cgc.tw/se.com.tw/static/20190314/000000069753b3101697b4a41ad0016_%E5%AE%8F%E5%88%A9%E6%8A%95%E4%BF%A1.pdf)(最後瀏覽日：30/11/2019)。

<sup>379</sup> 參柏瑞證券投資信託股份有限公司「機構投資人盡職治理守則」遵循情形，[https://www.pinebridge.com.tw/Files/ManageDocDownload/PBTAIWAN\\_PRINCIPLES.PDF](https://www.pinebridge.com.tw/Files/ManageDocDownload/PBTAIWAN_PRINCIPLES.PDF)(最後瀏覽日：30/11/2019)。

信、第一金投信等業者<sup>380</sup>，有另外揭露其他履行盡職治理之情形者相當少見<sup>381</sup>，可見目前我國基金對於盡職治理責任之履行，主要僅侷限於參與股東會投票之層面。

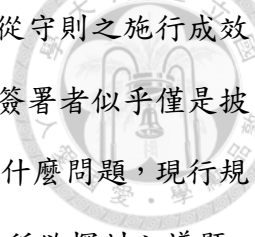
綜上而論，就我國盡職治理守則在鼓勵被動型投資管理人積極參與之實際成效觀察，雖然作為基金發行人之投信業者均已簽署該守則，亦承諾願意遵循守則所列之六大原則，但實際之履行情形卻令人失望。大部分業者若非單純複製守則之遵循範本，即是以公司內部固有之相關規則為搪塞，鮮少有針對守則課予之責任發展專門之治理政策。而這樣的敷衍態度亦反映在對被投資公司之參與情形上，導致其不僅只參與表面之投票與出席股東會，在投票之傾向上亦多僅是附和經營階層之提案，而未針對公司之治理問題表示明確意見。此外，就原則三與原則四所要求之持續關注被投資公司，並適當與被投資公司對話及互動部分，更缺乏具體之監督標準，導致該等責任之履行全然仰賴企業自治，而無法供投資人檢驗。因此，整體而言，我國盡職治理守則之施行成效與其目標之間仍有不小之落差。

### 第三節、現行規範之不足

被動型投資管理人本於持股多元化與跟隨大盤股勢投資之特性，導致其獲利模式與整體經濟有更密切之連結，且其偏向長期之投資時間也降低了短期主義之疑慮，因此被動型投資管理人往往被視為理想類型之機構投資者，具有促進長期價值與保障利害關係人權益之誘因。但誠如前述，其可能遭遇嚴重之被動性問題，或是有錯誤的時間偏好，現行規範之設計應致力於排除這些困難。而我國目前在這方面引入的機構投資人盡職治理守則，主旨在於透過課予制定相關政策之軟法義務

<sup>380</sup> 可參富邦投信 106 年度投票情形揭露，<https://www.fubon.com/asset-management/ph/about/announce.html> (最後瀏覽日：30/11/2019)；第一金投信 2017 年度代基金出席股東會投票彙總表，[https://www.fsitc.com.tw/Files/ManageUnitContentType1/%E7%AC%AC%E4%B8%80%E9%87%91%E6%8A%95%E4%BF%A12017%E5%B9%B4%E5%BA%A6%E4%BB%A3%E5%9F%BA%E9%87%91%E5%87%BA%E5%B8%AD%E8%82%A1%E6%9D%B1%E6%9C%83%E6%8A%95%E7%A5%A8%E5%BD%99%E7%B8%BD%E8%A1%A8\\_20180316090103003768.pdf](https://www.fsitc.com.tw/Files/ManageUnitContentType1/%E7%AC%AC%E4%B8%80%E9%87%91%E6%8A%95%E4%BF%A12017%E5%B9%B4%E5%BA%A6%E4%BB%A3%E5%9F%BA%E9%87%91%E5%87%BA%E5%B8%AD%E8%82%A1%E6%9D%B1%E6%9C%83%E6%8A%95%E7%A5%A8%E5%BD%99%E7%B8%BD%E8%A1%A8_20180316090103003768.pdf) (最後瀏覽日：30/11/2019)。

<sup>381</sup> 有揭露出席股東會與投票以外之盡職治理情形者，在投信業者中目前只見於富達投信。可參富達證券投資信託股份有限公司 2016 年治理及參與報告，<https://www.fidelity.com.tw/about-fidelity/esp.html> (最後瀏覽日：30/11/2019)。



以及公開揭露之方式提升機構股東對被投資公司之參與。然而，從守則之施行成效可知，其並未解決目前共同基金普遍過於被動之問題，大部分之簽署者似乎僅是披上了盡職治理之外衣，卻未有實際作為。而究竟守則內容出現了什麼問題，現行規範又有何不足之處，導致無法兌現共同基金之治理期待，是本節所欲探討之議題。

### 第一項、受託人責任之內涵不明

如前所述，盡職治理守則係以機構投資者對其資金提供者之受託人責任作為課予治理義務之正當性基礎。確實，若以投資管理人為主體，其匯集客戶之資金進行投資活動，並由客戶負擔投資損益，自然應對作為實質受益人之資金提供者負有受託人責任，而應以善良管理人之注意義務與忠實義務謀求資金提供者之最大利益<sup>382</sup>，故以受託人責任作為投資管理人應參與公司治理之責任基礎有其根據，而除盡職治理守則外，該基礎亦可能成為我國機構投資人治理架構之根基。

然而，縱使受託人責任有其正當性，但將其內涵直接認定為追求資金提供者之長期利益卻不無疑慮。詳言之，守則雖然強調長期價值，但並未說明為什麼資金提供者之最大利益與長期利益一致，誠如本文在短期主義問題一節中之分析，短期主義之成因之一即為投資者對於短期獲利之偏好，因此，基金投資人有可能只希望投資管理者為其創造短期收益，而對被投資公司乃至整體經濟之可持續性成長漠不關心<sup>383</sup>，在此情況下，以長期價值作為受託人責任之內涵即可能與資金提供者本身之意願有違。

現行守則並未就此提供明確之解釋與處理方法，除可能造成資金提供者與被投資公司利益之潛在衝突外，亦可能使基金業者在遵循或解釋之模式下規避相關責任<sup>384</sup>，從而動搖守則以長期價值為目標之根本。

<sup>382</sup> 參照：證券投資信託及顧問法第7條第1項。楊岳平，前揭註361，頁127。

<sup>383</sup> Chiu & Katelouzou, *supra* note 297, at 21-22.

<sup>384</sup> 舉例而言，基金業者是否可以在不遵循特定原則之解釋中主張是為了考量基金投資人之短期獲利期望，而無法遵循與促進被投資公司長期價值有關之參與義務？此種利益衝突之情形可能成為守



## 第二項、長期價值之概念模糊

盡職治理守則中闡述了對於共同基金等機構投資人治理角色之期待，是希望其本於長期價值參與被投資公司之治理，而長期價值之精神亦是貫穿守則規範之核心所在。然而，有疑慮的是，長期價值實際上是一個模糊的上位概念<sup>385</sup>，而守則中並未具體闡明其內涵為何，因而可能導致機構股東無所適從。舉例而言，原則三之指引中提到，應評估相關資訊對被投資公司、客戶或受益人長期價值之影響；原則五之指引中也指出，行使投票權應考量議案對客戶及被投資公司等長期利益之影響。但在未敘明何謂長期價值之情況下，不僅簽署人可能不知如何落實守則要求，主管機關亦欠缺可評估機構表現之具體標準。

除此之外，守則雖然強調了長期價值之目的，卻未說明如何在具體之參與實踐中體現長期價值之內涵，亦未要求簽署人解釋其治理行動如何與長期價值保持一致。舉例而言，原則一雖然要求簽署機構制定盡職治理政策，並表示該政策可包含其與被投資公司互動之頻率與方式等內容，但卻未要求其說明如何在政策中促進被投資公司或基金投資人之長期利益，亦未提供相關之指導；同樣的，原則四雖提及應適當與被投資公司對話及互動，並提供可參考之互動方式，但亦未要求其說明如何在互動中實現長期價值。這導致守則之目的與各原則之具體實踐脫節，使簽署人著眼於如何參與被投資公司之經營，卻無法確保這種參與是以長期為導向。因此，若要鼓勵簽署機構有效發揮正向之治理功能，應有必要就長期價值之內涵以及如何在原則中加以實踐提供更清晰明確之指導。

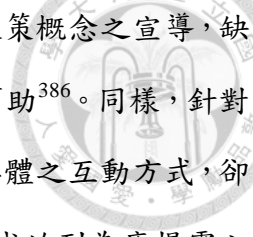
## 第三項、部分原則過於空泛，欠缺評估標準

盡職治理之所以容易淪為簽署人宣示性之口號而缺乏實際作為，與其部分原則之內容過於空泛有關。具體而言，守則之原則三要求持續關注被投資公司，其雖

---

則適用之一大難題。

<sup>385</sup> Birkmose, *supra* note 29, at 635-636.



於指引中提及關注之目的與資訊類型，但此原則終究只被視為政策概念之宣導，缺乏具體之施行手段與評估標準，對於機構股東之參與幾乎沒有幫助<sup>386</sup>。同樣，針對原則四指出機構應適當與被投資公司互動之部分，其雖有明列具體之互動方式，卻未於揭露履行盡職治理情形之要求中明確將參與之實際情況與成效列為應揭露之內容，導致機構之盡職治理報告多半只侷限在出席股東會與投票之程度，而無法評估其私下參與之情形，此可能助長簽署人在守則遵循上的敷衍態度。

#### 第四項、守則缺乏執行力與處罰機制

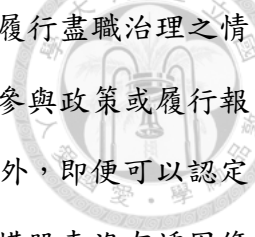
有關守則內容缺乏執行力之問題，許多論者將討論之重心置於守則之軟法性質以及所採取之遵循或解釋模式，認為這種仰賴機構自律管理之方式無法發揮治理成效，機構投資者可能不會簽署，或利用空洞之解釋拒絕遵循<sup>387</sup>。然而，本文認為，至少就我國之被動型投資管理人而言，這可能不是問題之癥結所在。理由在於，首先，考量到不簽署造成之聲譽影響，我國之投資信託基金業者已全數簽署該守則，故軟法規定並未成為阻礙其治理角色之因素。再者，遵循或解釋之模式在確保守則彈性上有其必要性，由於我國盡職治理文化尚未成熟，許多概念亦未臻明確，且機構投資人不同之商業模式與產業背景，可能導致其在守則適用上產生預料以外之衝突，故有賴以解釋之方式加以調和，並發展最佳之實務模式。此外，就目前之簽署現況而言，亦未有機構提出不遵循特定原則之解釋。

因此，本文認為，我國守則之根本問題在於守則所課予之義務不夠具體清晰，且缺乏不遵循之處罰機制。詳言之，守則的理念在於透過課予簽署人制定參與政策與揭露之義務促進其治理功能，然而，守則只是列出了這些責任，並提供可參考之履行方式，但未對於各原則義務之具體細節為要求。舉例而言，原則一僅要求制定

---

<sup>386</sup> 同樣的，英國盡職治理守則之原則三：「機構投資者應監督被投資公司」也受到過於空泛之批評，甚至被認為無法對守則目標之實現帶來任何貢獻。See Reisberg, *supra* note 90, at 236-237.

<sup>387</sup> Cheffins, *supra* note 229, at 1013; see also Marc T. Moore, *Whispering Sweet Nothings: The Limitations of Informal Conformance in UK Corporate Governance*, 9 J. CORP. L. STUD. 95, 125-129 (2009).



盡職治理政策，卻未強制規定應記載之內容；原則六僅要求揭露履行盡職治理之情形，卻未強制規定應揭露之事項。這導致簽署人縱算提出空泛之參與政策或履行報告，主管機關亦無從認定其違反守則義務，更遑論加以執行。此外，即便可以認定簽署人之違規情狀，現行規定下亦欠缺具體之處罰機制，造成機構股東沒有誘因修正其參與行為，使守則之目的無法落實。因此，具體義務與違規效果之闕漏可能才是守則執行力不足之根本原因。

### 第五項、聲譽誘因之效果不佳

在缺乏執行與處罰之機制下，盡職治理守則運作之有效性主要依賴於機構投資人之聲譽誘因，亦即透過公開揭露之要求使基金投資人得以檢驗投資管理人在治理參與上的努力，從而成為其選擇基金時之考量因素，換言之，立法者假設機構投資者會為了吸引客戶而積極投入參與<sup>388</sup>。然而，這種假設的準確性值得懷疑，首先，盡職治理之相關揭露具有高度之專業性，一般投資人可能無法輕易辨別基金業者治理政策之質量；再者，對投資人而言，其可能僅關注基金管理人能為其創造多少投資收益，而不明白長期治理與投資回報之關聯性，因而缺乏誘因主動蒐集相關資訊。這些因素均導致實際上投資人在選擇基金時，最多考慮其是否有簽署該守則，除此之外，不太可能將業者之盡職治理情形列為參考要素，更遑論在投資後持續關注基金之治理參與報告，且誠如前述，若簽署人不為揭露或揭露不實，亦欠缺處罰之效果。因此，現行之揭露制度可能只會使基金業者有簽署守則之誘因，卻缺乏具體實踐之聲譽壓力。另外，從誘因之角度，僅從聲譽因素著手可能亦有不足，政策制定者應可思考包含財務在內等其他誘因<sup>389</sup>，以進一步鼓勵簽署人發揮治理功能。

---

<sup>388</sup> 此種依賴聲譽誘因之假設是各國相關盡職治理政策之所以採取自願性質以及遵循或解釋模式之基礎。See Strampelli, *supra* note 31, at 834.

<sup>389</sup> See Hanne Sondergaard Birkmose, *European Challenges for Institutional Investor Engagement - Is Mandatory Disclosure the Way Forward*, 11 ECFR 214, 236 (2014).





## 第六項、未考量如何降低參與成本

如前所述，被動型投資管理人本身其實有一定之治理動機，而限制其參與之最大障礙在於費用結構與持股分布下，與收益不成比例之參與成本。然而，現行以盡職治理守則為主之規範僅著重於強化基金業者之聲譽誘因，而忽略了為其排除參與困難之面向。換言之，儘管聲譽考量有助於緩解搭便車之問題，從而提高基金之參與回報，但並未真正解決共同基金參與資源欠缺之根本困境，導致其縱使想積極投入治理，也顯得力不從心。因此，本文認為被動型投資管理人治理架構之設計應以降低參與成本為主軸，但現行法下似乎未採取相關之措施。

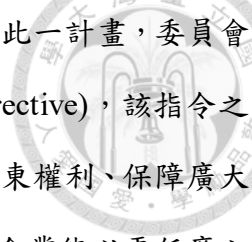
### 第四節、各國之盡職治理規範綜覽與比較

對我國現行規範之施行成效與缺失進行分析後，接著本部分將從比較法之角度，觀察目前為止各國在鼓勵機構投資人之長期參與上所為之立法嘗試，本文將以歐盟、美國與英國為例，概述其相關規範之架構。而作為促進機構投資者治理角色之前瞻者，這些地區之立法模式深深影響包含我國在內世界各國之政策發展，尤其英國在盡職治理上所為之努力，更成為我國法之主要繼受對象，因此有必要對其有初步之認識。此外，須合先敘明的是，如前所述，目前之監管規範多未區分不同類型之機構投資者，因此以下提及之規範係以機構投資人為客體，除了被動型投資管理人外，亦可涵蓋避險基金等主動型投資管理人與資產擁有者。

#### 第一項、歐盟之股東權利指令

##### 第一款、推行單位與立法沿革

歐盟委員會早在 2003 年所頒佈之《現代化公司法和增強歐盟公司治理——一項前進計畫》(Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward)中，即將強化股東權益視為歐盟資本市場



整合之一大關鍵，亦是加強公司治理之重要手段<sup>390</sup>。而為了落實此一計畫，委員會於 2007 年頒布了第一版的股東權利指令(Shareholders Rights Directive)，該指令之宗旨在於，在歐盟股權多元化之背景下，建立一套能長期保護股東權利、保障廣大國民之儲蓄與退休金，以及穩固資本市場基礎之有效制度，並使企業能以更低廉之成本獲得資金。為此，委員會在指令中要求成員國進行一連串以強化股東權利為主要目標之改革，包含確保股東之跨境表決權與資訊取得權等，期望透過賦予股東更大控制權之方式健全公司治理<sup>391</sup>。之後，股東權利指令於 2017 年進行了第二次修正，並將機構投資者之角色納入其中。

「有效且持續性的股東參與是上市公司治理模式的基石之一，這取決於不同機構與不同利益相關者間的制衡」<sup>392</sup>，新修訂之股東權利指令中所列舉的該條細則，清楚詮釋了歐盟對機構投資者參與的正向表述。該新版指令中，特別強化了機構投資者在公司治理中的地位，其表示機構股東的投資、參與策略往往較不透明，此類資訊的公開揭露有助於作為最終受益人之投資者優化投資決策，亦能促進公司與股東間的對話，進而加強其對利益相關者與社會之責任<sup>393</sup>。因此，本文將以新版股東權利指令中有關機構投資者之治理規定為對象，比較其與我國規範之異同。而為避免混淆，以下所提及之股東權利指令原則上係指 2017 年新修訂之版本。

## 第二款、強制性質與遵循或解釋原則

股東權利指令之法律效果是，成員國有義務在一定期限內將指令之要求落實於國內法當中，但在某些事項上可保有裁量空間。故與我國盡職治理守則不同，股東權利指令係屬強制規範，一旦成員國將其制定為國內法，即應適用於所有機構投

<sup>390</sup> Anthony Hainsworth, *The Shareholder Rights Directive and the Challenge of Re-Enfranchising Beneficial Shareholders*, 1 LAW & FIN. MKT. REV. 11, 11 (2007).

<sup>391</sup> Dirk Zetsche, *Shareholder Passivity, Cross-Border Voting and the Shareholder Rights Directive*, 8 J. CORP. L. STUD. 289, 315 (2008).

<sup>392</sup> See Directive 2017/828, of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 Amending Directive 2007/36 as regards the Encouragement of Long-Term Shareholder Engagement, 2017 O.J. (L132/1) recital 14.

<sup>393</sup> *Id.* recital 16.

資者。然而，按照指令規定，成員國應促使機構投資者制定指令所要求之參與政策，或公開解釋其為何不遵守某些政策要求<sup>394</sup>，亦應促使機構投資者將其投資策略以及與投資管理人之協議公開揭露，有欠缺時，應提出清楚且合理之解釋<sup>395</sup>。由此可知，該指令雖為強制規範，但在課予機構投資者政策制定與揭露之義務上，仍是採取遵循或解釋之原則，以確保靈活性。

### 第三款、規範對象

股東權利指令中涉及機構投資者之條文主要係以機構投資人與投資管理人為規範對象，前者雖係用機構投資人此一上位名詞，但概念上似乎較接近本文所定義之資產擁有人，指令中並表示，其包含保險公司與退休基金等機構<sup>396</sup>；至於後者則與本文定義下之投資管理人無異，主要係指協助客戶管理資金並進行投資運用之機構<sup>397</sup>。

### 第四款、責任基礎與長期利益

在有關股東權利指令之責任基礎上，與我國不同的是，其較非著眼於機構投資者對資金提供者之受託人責任，而主要是以公共利益作為課予機構股東盡職治理義務之正當性基礎<sup>398</sup>。其論點在於，由機構投資人所管理之私人財富實際上是全體公民之長期社會財富，公民之薪資水平與退休金之儲蓄很大程度上取決於整體企業之發展前景，因此，企業之公司治理質量實為公共利益之問題，而非僅是資金提供者所關注之投資表現<sup>399</sup>。而在此公益基礎下，股東權利指令自然以長期利益為追求之目標。

---

<sup>394</sup> *Id.* art. 3g.

<sup>395</sup> *Id.* art. 3h.

<sup>396</sup> *Id.* art. 1, (2), (e).

<sup>397</sup> *Id.* art. 1, (2), (f).

<sup>398</sup> Iris Chiu & Dionysia Katelouzou, *From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe?* 142-143 (Nordic & European Company Law, Working Paper No. 18-10, 2016).

<sup>399</sup> *Id.* at 145-146.



## 第五款、具體規定

本於遵循或解釋之基礎，股東權利指令中涉及機構投資者之具體規範主要表現在三個面向上：第一，要求機構投資者制定並揭露對被投資公司之參與政策；第二，要求資產擁有人揭露其投資策略以及與投資管理人間之委託協議；第三，要求受委託之投資管理人向資產擁有人揭露其投資策略。本文以下將依序為說明：

### 第一目、制定並揭露參與政策

指令中規定，機構投資者應制定與揭露對被投資公司之參與政策，並應於政策中描述其如何在相關事項上與被投資公司進行對話、如何監督被投資公司、如何行使投票權、如何與其他股東合作以及如何與利害關係人溝通並管理利益衝突等內容<sup>400</sup>。與我國守則所要求制定之盡職治理政策相比，一方面該指令對政策內容有更詳細之說明，另一方面其具體規定該參與政策中應包含之項目，而非如我國僅將其列於指引中，故僅有參考效力。此外，指令中亦表示，此等相關事項除了財務績效外，亦包含社會、環境影響與公司治理等非財務資訊與風險，可知其將參與之目標與聯合國於責任投資原則(PRI)中所提倡之 ESG 因素相結合，並將此明定為長期價值之內涵，相比之下，我國僅在原則三之指引中提及簽署人可關注 ESG 相關資訊，但未將此列為長期治理之內涵。

而在制定參與政策後，指令亦要求機構投資者應每年揭露該參與政策之實施情形，包含其如何在被投資公司之股東會上投票以及是否參考股權研究代理機構之意見等，但可排除表決事項較不重要或機構股東持股規模較小之公司議案<sup>401</sup>。同樣的，此揭露規範雖與我國守則之規定相類似，但其對於應揭露之內容有更具體之要求。

<sup>400</sup> Directive 2017/828, of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 Amending Directive 2007/36 as regards the Encouragement of Long-Term Shareholder Engagement, 2017 O.J. (L132/1) art. 3g, 1, (a).

<sup>401</sup> *Id.* art. 3g, 1, (b).

## 第二目、資產擁有人應揭露其投資策略以及與投資管理人間之委託協議

除了著重於機構股東與被投資公司之互動關係外，指令亦要求資產擁有人本身應揭露其投資策略如何與債務保持一致，以及其如何促進所管理資產之中長期表現<sup>402</sup>。再者，指令也注意到許多資產擁有人可能會委託投資管理人代為管理其資產，故亦要求其揭露此種委託協議如何確保投資管理人促進被投資公司之長期表現<sup>403</sup>。此處之重點在於，指令要求機構投資者解釋並揭露其治理行動如何有助於促進長期價值，如前所述，這是我國盡職治理守則中未能加以落實之部分。

## 第三目、受委託之投資管理人應向資產擁有人揭露其投資策略

在資產擁有人委託投資管理人進行資金操作之情形，除了資產擁有人應揭露該委託協議如何促進長期利益外，同樣的，投資管理人亦應每年向資產擁有人揭露其投資策略，並報告上開協議之履行情形，其中應包含與投資有關之中長期風險，以及其如何根據對被投資公司長期表現之評估做出投資決策，還有如何識別與處理利益衝突等內容<sup>404</sup>。由此可知，股東權利指令相當重視在此種機構投資人委外投資之情形下，如何確保機構間能建立有效之溝通平台，以共同促進受益人之長期利益。

總體來說，股東權利指令在具體規範上，與我國守則相同的地方在於，其同樣透過要求機構投資人制定參與政策以及揭露參與情形之方式，來達到促進其長期參與之目標。但不同的地方在於，指令中對於參與政策之內容與應揭露之事項有具體明確之要求，而我國僅於相關指引中提及可參考之作法。且指令在長期價值之詮釋上，除了有明確將 ESG 等相關要素明列為長期利益之內涵外，亦課予機構投資人有具體說明其治理行動如何與長期價值保持一致之義務，此等規範在我國守則中則較為不足。此外，該指令相當重視資產擁有人與投資管理人間之委託關係，但

<sup>402</sup> *Id.* art. 3h, 1.

<sup>403</sup> *Id.* art. 3h, 2.

<sup>404</sup> *Id.* art. 3i, 1.



我國守則僅於指引中簡單提及<sup>405</sup>。

## 第二項、美國之盡職治理與管理架構

與歐洲相比，美國在經營者與所有者代理衝突之論辯中，一直以來採取較偏向經營者之立場，這賦予了董事會在公司決策上更明顯的主導地位，亦使其公司有較好之效率表現<sup>406</sup>。然而，這不表示美國立法者不重視對股東之保護，尤其金融危機後對股東行動主義與企業民主之倡議，在在影響相關法規政策之走向<sup>407</sup>，其中機構投資者與公司經營階層更頻繁之互動扮演了關鍵的角色。在此背景下，2017 年推出的美國盡職治理與管理架構在鼓勵機構投資人之治理參與上相當具有參考價值。

### 第一款、推行單位與立法沿革

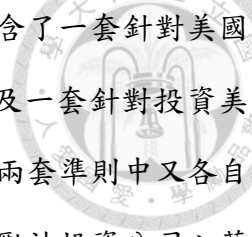
2017 年 1 月，由 38 位美國與國際之機構投資人組成的投資人盡職治理小組 (The Investor Stewardship Group - ISG) 發布了美國盡職治理與管理架構 (Framework for US Stewardship and Governance)。該架構是史無前例的嘗試，旨在為美國之上市公司與機構投資者建立一套可供依循之標準，以促進公司治理。而 ISG 至今已吸引超過 60 位機構投資者加入，包含 BlackRock、CalSTRS 與 Vanguard 等大型機構，其在美國股票市場上之資產總和超過 31 萬億美元，具有相當之影響力<sup>408</sup>，該架構可說是 ISG 成員間共同之行為準則，其反映了成員認為重要之公司治理信念與對資本市場之期望。

<sup>405</sup> 參照機構投資人盡職治理守則第五章指引 6-4。

<sup>406</sup> See Maria Lucia Passador & Federico Riganti, *Shareholders' Rights in Agency Conflicts: Selected Issues in the Transatlantic Debate*, 42 DEL. J. CORP. L. 569, 574-577 (2017).

<sup>407</sup> 舉例而言，美國於 2010 年制定之「華爾街改革與消費者保護法」(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) 增訂 1934 年證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934) 第 14A 條，自歐陸引進 say on pay 制度，使股東會有權對公司之經營薪酬進行表決，並強制要求所有公開發行公司每三年至少舉行一次表決報酬投票，期以股東參與作為防範經營者濫權之監管手段，可見股東在美國後危機時代中的角色越顯吃重。參周振鋒 (2014)，〈美國 Say-on-pay 制度介紹與引進可行性之分析〉，《政大法學評論》，第 137 期，頁 226。

<sup>408</sup> Investor Stewardship Group (“ISG”), About the Investor Stewardship Group and the Framework for U.S. Stewardship and Governance, <https://isgframework.org/> (last visited Nov. 30, 2019).



該架構已於 2018 年 1 月 1 日正式施行，具體來說，架構包含了一套針對美國上市公司的公司治理準則(Corporate Governance Principles)，以及一套針對投資美國市場之機構投資者的盡職治理準則(Stewardship Principles)，這兩套準則中又各自包含六項具體原則。就公司治理準則之部分，ISG 成員除了將鼓勵被投資公司之董事會加以採納外，亦會以此作為評估被投資公司治理表現之標準，進而決定其投資策略。而就盡職治理準則之部分，ISG 之成員原則上即為該準則之簽署人，但其亦鼓勵其他機構投資者進行簽署。ISG 並將該架構描述為一項持續性之措施，除了強調公司經營者與投資者在改善治理上之合作外，亦表示將隨著對投資管理期望的發展，在成員之共識下定期對該架構進行評估與修訂。

#### 第二款、自願性質與遵循或解釋原則

與歐盟之股東權利指令不同，該架構屬於投資者自行主導之治理標準，故其不具強制性，簽署與遵循僅是自願性質。但如前所述，其目前已吸引美國與國際許多大型機構投資者支持，使該架構不僅對美國本土，對國際資本市場皆具有舉足輕重之影響力。除此之外，相較於美國主要透過監管或以規則為基礎之治理實踐(例如 SEC 之規定、證交所之上市要求等)，該架構的特殊之處在於，其參考歐盟與英國之方式，建立了以原則為基礎之治理標準，目的是為了使簽署人有更多之靈活性，可透過不同之方式回應守則要求。在此基礎下，架構中雖未具體敘明，但其似乎亦偏向採取遵循或解釋之模式，來發展最佳之實務準則<sup>409</sup>。像是 ISG 於網站中提及，該架構並非想建立規定性之內容，簽署人得以自己認為合適之方式落實各項原則之精神，其不應限制投資者發展更完整之治理實踐<sup>410</sup>。

<sup>409</sup> Anne Meyer et al., *The Investor Stewardship Group's Governance Principles* (May 11, 2018), <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/05/11/the-investor-stewardship-groups-governance-principles/>.

<sup>410</sup> Investor Stewardship Group (“ISG”), *About the Investor Stewardship Group and the Framework for U.S. Stewardship and Governance*, <https://isgframework.org/> (last visited Nov. 30, 2019).



### 第三款、規範對象

誠前所述，該架構之公司治理準則係以美國之上市公司為規範對象，而盡職治理準則部分，則是以投資美國市場之機構投資者為適用主體。另按照盡職治理準則中原則 A 之指引，其同樣將機構投資者分為投資管理人與資產擁有人，故在規範對象上與我國之守則以及歐盟之股東權利指令相同。

### 第四款、責任基礎與長期利益

而在有關該架構之盡職治理準則規範機構投資者之責任基礎上，原則 A 明確指出，機構投資者應向其資金提供者負責，並於指引中進一步敘明，投資管理人應向提供資金之客戶負責，資產擁有人則應向其受益人負責。故與我國守則相同，該盡職治理準則亦係以機構投資人對資金提供者之受託人責任為正當性基礎。此外，該準則亦於指引中強調機構投資者應本於客戶或受益人之長期利益進行參與<sup>411</sup>，亦應確保提供投票建議之股權研究代理機構考量客戶之長期利益<sup>412</sup>。由此可知，準則同樣係將該受託人責任之內涵設定為追求資金提供者之長期利益，但未進一步解釋其關聯性。

### 第五款、具體規定


在該架構之具體內容上，公司治理準則與盡職治理準則各自包含六大原則，ISG 並於各原則中提供詳細之指引，以闡明其對每項原則之期望與理由。而指引基本上不具有拘束力，可見此種規範模式與我國守則較為相似。進一步言之，公司治理準則之主要內容可分為兩個面向，第一個面向是確保董事會向股東負責<sup>413</sup>，並能

<sup>411</sup> See Investor Stewardship Group (“ISG”), *The Principles: Stewardship Framework for Institutional Investors* (Jan. 2017), Principle B.2 [hereinafter *ISG Stewardship Principles*], <https://www.isgframework.org/stewardship-principles/> [https://perma.cc/X8SA-3K6F].

<sup>412</sup> *Id.* Principle D.1.

<sup>413</sup> See Investor Stewardship Group (“ISG”), *Corporate Governance Principles For Us Listed Companies: Corporate Governance Framework For Us Listed Companies* (Jan. 2017), Principle 1 [hereinafter *ISG Corporate Governance Principles*], <https://www.isgframework.org/corporategovernance-principles/> [https://perma.cc/F8EY-TFZC].





積極回應股東之意見<sup>414</sup>，此固然有助於強化機構投資者之參與；第二個面向則在於確保董事會之有效性，以發揮應有之治理功能<sup>415</sup>。而盡職治理準則旨在為機構投資者闡明應有之治理責任，與本文之討論較具關連性，故本部分將主要就此為說明，並與我國之守則進行比較。另外，該準則之原則 A 主要是表明機構投資者應向其資金提供者負責，藉以確立準則之正當性基礎，此部分前已敘及，故以下將就其他原則之內容為整理。

#### 第一目、機構投資者應有效監督及參與被投資公司之治理

首先，盡職治理準則之一大重點在於，希望簽署之機構投資者能有效參與被投資公司之經營，以改善其公司治理並實現資金提供者之長期利益。為達成此一目標，準則一方面要求機構投資者說明其如何評估與監督被投資公司之治理表現，指引中並提及，此可包含建立適當之投票與參與政策，並定期揭露所採取之參與活動<sup>416</sup>。另一方面，也要求機構投資者說明其如何管理在參與過程中可能產生之利益衝突<sup>417</sup>。就此部分而言，其實與我國守則所要求制定之盡職治理政策、利益衝突管理政策與投票政策相當類似，也同樣都要求揭露實際之參與情形，差別僅在於有關制定參與及投票政策部分，美國之準則並未將其明定為原則，而僅是為了達成有效監督公司之目的時可參考之作法。此外，前開之公司治理準則也為簽署機構在評估被投資公司之治理表現時，提供更清晰可尋之標準。

#### 第二目、機構投資者應確保股權研究代理機構有將長期利益納入考量

再者，該準則也特別提及，當機構投資者委託股權研究代理機構等第三方出具投票建議時，應妥善評估該第三方之決策流程與能力，以確保其能有效考量客戶或受益人之長期利益，並避免利益衝突<sup>418</sup>。相較之下，我國守則僅於指引中建議簽署

---

<sup>414</sup> *Id.* Principle 3.

<sup>415</sup> *Id.* Principle 4, Principle 5 & Principle 6.

<sup>416</sup> *See ISG Stewardship Principles, supra* note 411, Principle B.

<sup>417</sup> *Id.* Principle C.

<sup>418</sup> *Id.* Principle D.

人揭露取得與採納股權研究代理機構投票建議報告之情形<sup>419</sup>，而未要求其確保該建議與長期利益之一致性。



第三目、機構投資者間應適當透過合作，來確保該架構之履行

除了機構投資者與被投資公司之互動外，該準則本於由投資人所自行主導之性質，更加強調機構投資者間之合作關係。其明確於原則中表示，機構投資者間應在適當之情況下共同努力，以鼓勵採取和落實該盡職治理與管理架構之內容<sup>420</sup>。指引中也特別提及，機構投資者可透過加入論壇或協會之方式，來共同解決所關切之公司治理議題。相比之下，我國雖亦於指引中提及機構投資人能在必要時，與其他機構投資人共同行動，以維護客戶之權益<sup>421</sup>，但未將此明列為原則，實際上也未發展出像 ISG 此種機構投資人之共同組織。

整體而言，美國之盡職治理準則在具體規範上，雖未如我國般明確課予簽署人制定盡職治理政策、投票政策之義務，亦未強制要求其揭露投票或其他參與情形(此等內容多只列於準則之指引中)，但透過與公司治理準則之搭配，使機構投資者在評估被投資公司之經營體質以及參與治理時，有相對具體之標準，此或許值得我國參考。此外，該準則比起我國，顯然更加重視機構投資者在委託第三方出具投票建議時，如何顧及被投資公司之長期利益，亦更加重視機構投資者間之合作關係。

### 第三項、英國之機構投資人盡職治理守則

之所以將英國獨立於歐盟進行介紹，不僅是因為其逐漸白熱化之脫歐進程，更重要之原因在於其乃世界上第一個將機構投資者之盡職治理概念明文化之國家，其於 2010 年頒布之「機構投資人盡職治理守則」(the UK Stewardship Code)可說是在鼓勵機構股東之長期參與上最早之嘗試，除了影響後續股東權利指令之修訂，亦

<sup>419</sup> 參照機構投資人盡職治理守則第五章指引 5-3。

<sup>420</sup> See *ISG Stewardship Principles*, *supra* note 411, Principle F.

<sup>421</sup> 參照機構投資人盡職治理守則第五章指引 4-3。



成為各國盡職治理規範繼受之楷模(我國亦不例外)。而其運作至今累積之經驗與成效，同樣對此一領域之發展有高度之參考價值。

### 第一款、推行單位與立法沿革

英國之盡職治理守則係由其財務報告理事會 (Financial Reporting Council, FRC)所發布，與我國同樣帶有一定之政府色彩，其主要之目標在於希望鼓勵機構投資人基於長期利益關注被投資公司之治理情形。守則在 2010 年發布後，於 2012 年進行了第一次的修正，在蒐集相關意見與成效評估後，於 2019 年提出了第二次修正之草案，並預計於 2020 年 1 月正式施行。而我國之盡職治理守則主要是繼受自 2012 年之版本。

### 第二款、自願性質與遵循或解釋原則

守則在規範方式上同樣是採取自願簽署模式與遵循或解釋原則，亦即機構投資人得自行決定是否願意成為簽署者，此與股東權利指令係屬強制規定有所不同，而簽署後對守則所列之各項原則若有無法遵守者，則需公開揭露不遵循之合理解釋<sup>422</sup>。惟需注意者，若簽署機構未提出解釋或解釋理由不夠充分，鑒於守則之軟法性質，現行規定下並無明確之處罰規定，但 FRC 近年來有採取「定期命補充，否則予以除名」之手段，將未提出合理解釋之機構剔除簽署人名單，算是在一定程度上賦予其處罰之效果。

### 第三款、規範對象

有關規範主體之部分，守則表明應予以適用之機構投資者包含在英國上市公司持有股份之資產擁有者與投資管理者<sup>423</sup>，此點與我國相同。但不同的地方在於，投資顧問在英國守則之架構下，與股權研究代理機構同樣被界定為服務提供者

<sup>422</sup> U.K. STEWARDSHIP 2012, *supra* note 4, at 4.

<sup>423</sup> U.K. STEWARDSHIP 2012, *supra* note 4, at 2-3.



(service providers), 為其規範對象<sup>424</sup>, 而我國則是將投資顧問歸類為投資管理人, 但並未將股權研究代理機構列為規範主體。

#### 第四款、責任基礎與長期利益

有關守則之責任基礎, 不同於股東權利指令所強調之公共利益, 盡職治理守則亦是著重於機構投資人對其資金提供者之受託人責任, 此點從守則表明簽署人應為了保護和提高最終受益人之價值而遵守各該原則即可見得<sup>425</sup>。而守則中雖未反覆強調長期利益之概念, 但其將盡職治理之目標描述為, 以有利於資金提供者之方式促進被投資公司之長期成功<sup>426</sup>, 故可知該守則同樣係將資金提供者之受託人責任與長期利益掛鉤, 並以此作為應追求之治理目標。

#### 第五款、2012 年盡職治理守則之具體規範

就英國盡職治理守則之具體規範上, 本文在此先就 2012 年之版本為簡要之說明, 此版本除了是英國現行之規定外, 亦是我國守則所繼受之對象, 也因此大部分內容與我國相當類似, 故以下之敘述將主要著重於該守則與我國的不同之處。

2012 年之盡職治理守則共列舉了七項應遵循之原則(Principle)<sup>427</sup>, 並對個別原則之具體適用方式提供詳細之指導(Guidance)以供簽署人參考。這些原則包含: 一、機構投資者應制定且揭露其如何履行盡職治理責任之政策<sup>428</sup>; 二、機構投資者應制定且揭露管理利益衝突之政策; 三、機構投資者應監督被投資公司; 四、機構投資者應對何時該增強其治理干預建立清楚之準則<sup>429</sup>; 五、機構投資者應在適當的情況

<sup>424</sup> 守則並指出, 機構投資人雖可選擇將某些與公司治理相關之參與活動外包給服務提供者, 但不能因此免除本身之盡職治理責任。

<sup>425</sup> U.K. STEWARDSHIP 2012, *supra* note 4, at 5.

<sup>426</sup> *Id.* at 1.

<sup>427</sup> *Id.* at 5.

<sup>428</sup> 而有關盡職治理活動之概念, 該原則之指導指出, 其係指監督公司, 包含就其策略、績效、風險、資本結構以及公司治理(包括文化和薪酬)等事宜與公司進行「有目的之對話」以及在股東會中「進行投票」。

<sup>429</sup> 守則中並列舉了可能之監督與干預方式, 包含留意被投資公司之風險變動、參加股東會、與經營者會面、發表公開聲明與進行股東提案等。See U.K. STEWARDSHIP 2012, *supra* note 4, Principle 3 & Principle 4; 陳豐年(2016),〈臺灣「機構投資人盡責管理守則」草案引進英國善盡管理守則(the UK

下與其他投資者合作；六、機構投資者應訂定清楚之投票政策並揭露投票活動；七、簽署機構亦應定期報告其履行盡職治理與投票活動之情形。



在與我國守則之比較上，英國守則之原則一、二、六與七皆可對應於我國守則上之相同內容。而就原則三與原則四部分，相較於我國較著重於機構股東與被投資公司間之理解與互動<sup>430</sup>，英國則是要求機構投資者應監督被投資公司，除要留意公司之績效與風險外，更賦予其有監督被投資公司遵守英國公司治理守則之義務，且應適時提升監督行為之層級，可以看出英國守則更著眼於機構投資者之監督角色。另外，英國守則之原則五所提到機構投資人間可透過聯合行動，以增加股東之影響力部分，我國僅將其列為原則四之指引，而未明訂為盡職治理之原則，故僅有參考效力。整體上而言，英國之盡職治理守則同樣要求機構投資人應建立參與被投資公司之機制，以促進其長期價值，並透過公開揭露之方式，將該等政策提供予廣大之資金投資者參考，期望藉以提升機構股東遵循之誘因。

#### 第六款、2020 年盡職治理守則之修正內容

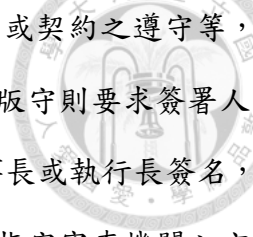
接著，本部分將介紹新修正之 2020 年版盡職治理守則的主要內容，雖該版本尚未正式施行，但本於其是參考現行守則運作多年之經驗所為之變革，故對於我國盡職治理政策之發展仍具有相當之參考價值。

具體而言，新版之盡職治理守則針對機構投資人之部分共列舉了應遵循或解釋之十二項原則，並一改舊版守則中以指引為主之作法，其在各項原則中分別明確規定了簽署人應揭露之與該項原則有關的背景事實、為了落實該原則應採取之行動以及行動之結果，簽署人應根據該十二項原則之要求製作且揭露盡職治理之報告，主管機關亦將以這些資訊作為評估該報告質量之基礎。此外，守則亦於前言中表示，簽署者在適用該等原則時，應考慮之事項包含資本結構與風險、投資之多樣

---

Stewardship Code)之意見》，《全國律師》，第 20 卷 11 期，頁 89。

<sup>430</sup> 參照機構投資人盡職治理守則第五章原則三、原則四。



性、薪酬與其他員工權益、環境與社會問題，以及對於國際盟約或契約之遵守等，可說在一定程度上具體化了應追求之長期價值。更重要的是，新版守則要求簽署人在提交盡職治理報告前，應先由內部之管理機構審核，並由董事長或執行長簽名，提交後亦應由 FRC 批准，始能公布於網站上。換言之，其透過指定審查機關之方式，確保簽署人能真正落實守則要求。本文以下即本於該十二項原則之內容為進一步之整理與說明。

#### 第一目、機構投資者應確保能有效促進盡職治理

首先，新版守則之規定中，很大一部分可被歸類為是確保簽署人能有效促進被投資公司長期治理之措施。像是原則一要求簽署人之投資理念、策略與文化應能促進盡職治理，並為客戶和受益人創造長期價值。在具體之揭露規定上，簽署人應解釋其採取了那些行動來達成這項要求，以及其目前之投資理念與策略是否已經能有助於實現盡職治理。而原則二則進一步要求簽署人說明其是否有足夠之資源與誘因來促進盡職治理，以及其實際成效為何。原則五更是要求簽署人應建立一套審查流程，來確保其盡職治理活動之有效性。這些原則不僅從各個面向相當明確地規範了機構投資者應說明之具體內容，亦要求簽署人解釋其治理行動與長期價值之關聯性，相比之下，如前述之分析，我國守則雖亦有要求簽署人制定盡職治理與投票政策，但並未進一步使其解釋該等政策如何實現長期價值。

而除了透過參與來實現長期價值外，新版守則之原則七亦提及簽署人應在選擇投資標的時，將重大之環境、社會與治理議題納入考量，並應解釋其如何將這些資訊用於投資或退出之決策。由此可知，守則意識到機構投資者能利用其資金之吸引力，在參與之前促使希望獲得投資之公司自主性地改善治理體質，此點在我國守則中亦未提及。



## 第二目、機構投資者應能有效管理利益衝突

守則之原則三指出，簽署人應妥善管理利益衝突，以確保將客戶與受益人之利益放在首位。為達成此一目標，簽署人應制定管理政策，以說明其如何識別和管理潛在之利益衝突。此部分基本上與舊版守則及我國之規定相同，而新增之內容在於，守則中進一步要求簽署人揭露其如何解決利益衝突之實例，以供主管機關進行實際成效之評估。

## 第三目、機構投資者應促進良好之金融體系

新版守則中比較特別的地方在於，除了與促進被投資公司之長期治理相關的規定外，其亦於原則四中明確要求簽署人應識別與應對市場及系統性之風險，以保障金融體系能良好運作。換言之，守則不再僅關注於公司治理之面向，亦將簽署人之責任擴張至有確保金融市場健全之義務，此乃在各國盡職治理規範中較少見之規定。具體規範上，其除了要求簽署人解釋其如何採取行動以落實上開要求外，亦表示其應適當地與其他利害關係人合作，包含監管機構或非營利之組織等，以共同達成目標。

## 第四目、機構投資者應就盡職治理之訊息與資金提供者進行交流

守則之原則六規定，簽署人應能考量客戶與受益人之需求，並向其傳達所採取之盡職治理活動與成果。亦即，守則認為，既然盡職治理之目的在於實現資金提供者之長期價值，則機構投資者自然應就治理相關之資訊與資金提供者建立良好之交流平台，一方面使資金提供者能向機構投資人傳達其投資期望，另一方面也使機構投資人能向客戶溝通並展現其治理成果。具體規範上，守則要求簽署人除了應揭露其認為能滿足客戶之投資時程外，亦應解釋其如何尋求客戶之意見以及如何反應客戶之需求，也應說明其如何就盡職治理之活動與成果向客戶溝通。相比之下，我國守則僅依賴公開揭露之方式向資金提供者展現機構投資人之治理表現，卻未



要求其建立互相交流之管道。

#### 第五目、機構投資者應監督服務提供者

守則之原則八提及，簽署人應說明其如何監督股權研究代理機構等服務提供者，並對其追究責任，以確保其服務能滿足簽署人之需求。相比之下，舊版守則僅表示機構投資者不因將投票等參與活動外包而免除自身之責任，而未要求簽署人對此類服務提供者之監督義務。而我國之部分，如前所述，守則中僅建議揭露此種委外情形與實際之採納結果。

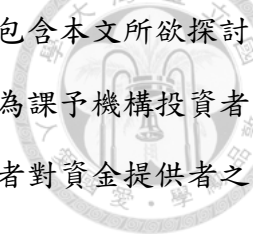
#### 第六目、機構投資者應在必要時透過集體參與，以發揮影響力

承襲舊版守則之規定，新修正之守則中同樣強調與其他機構合作之重要性，惟其更進一步要求簽署人應揭露與此種合作相關之訊息。詳言之，守則之原則十要求簽署人應揭露其參加了什麼集體活動以及參加之理由，並表明該種集體活動可包含機構間為達成特定目標之一次性合作，或是加入以特定主題為號召之論壇或聯盟。此外，簽署人亦應描述集體參與之成果。相較之下，我國僅將此種合作列為可能之參與選項，而為具體要求簽署人揭露相關訊息。

#### 第四項、小結

綜上所述，本文比較了歐盟、美國與英國相關盡職治理規範與我國守則之異同，期待能從中思考我國機構投資人治理架構之改善方向。而首先，就推行單位上，歐盟與英國之規範皆是由政府機關所推行，故屬於由國家主導之政策，而我國守則雖是由證交所發布，但其亦是在金管會之指導與監督下運作，故亦帶有濃厚之政府色彩，相比之下，美國之盡職治理架構則是由機構投資人自行組成之組織所推動，故較偏向產業之自律規則。而就守則之拘束力部分，除了歐盟係採取強制規範外，包含我國在內，其餘各國之規範皆是自願簽署之性質。然而，不論是否為硬法規定，各國都在盡職治理規範中採取了遵循或解釋之模式，以保留適用之彈性，亦能調和





不同背景之機構股東。至於規範對象部分，各國之規範基本上都包含本文所欲探討之機構投資者類型。此外，在責任基礎上，歐盟是以公共利益作為課予機構投資者治理義務之正當性基礎，而美國、英國與我國則是強調機構投資者對資金提供者之受託人責任。

而就規範之具體內容而言，各國大致上都包含了類似的治理政策報告義務與參與活動揭露義務，僅是重視的層面略有不同。舉例而言，歐盟相當著重於資產擁有人與投資管理人間之委託關係，美國與英國則反覆強調對股權研究代理機構之監督以及機構投資者間之合作，這些在我國守則中雖亦有簡單提及，但多只存在於不具拘束力之指引當中。此外，英國在最新版本之盡職治理守則中，亦課予機構投資者有維護金融體系以及強化與資金提供者交流之義務，這在其他盡職治理規範中較為少見。

而由於規範之內涵相去不遠，本文在此著重的點是，參考前述有關我國守則缺失之評析，比較各國在以下問題上之表現，包含是否有清楚詮釋長期價值之內涵、是否有具體要求參與政策中應包含之內容，以及是否有相關之執行與處罰機制。詳言之，就長期價值之內涵部分，歐盟主要是透過對 ESG 要素之闡明來具體化應追求之長期價值，而英國在 2020 版本之守則中則更加詳細的列舉出勞工保障、環境影響與市場完整性等長期目標，相較之下，我國與美國之規範則未就此為進一步之闡釋。而就參與政策之具體細節上，歐盟與英國最新之規定中，皆有要求簽署人應制定與揭露之具體事項，而美國與我國最多僅在指引中敘明建議揭露之內容，除了不具強制性外，也更加模糊。最後，在執行與處罰機制部分，歐盟之股東權利指令由於是強制規定，可以預見成員國在將其落實於國內法時，會賦予其一定之執行力或處罰效果，以確保能符合要求。而英國則是透過除名之方式，向不合規定之簽署人施以制裁，且其亦於最新規定中指定盡職治理報告之審查機關，以強化守則之落實。至於美國與我國之規範中則未見相關之執行或處罰規定。以下表格即統整各國

盡職治理規範在該等議題上之異同。



【表一】各國盡職治理規範比較表

	推行單位	拘束力	遵循或解釋	責任基礎	長期價值之內涵	具體要求參與政策之內容	執行或處罰機制
臺灣	政府 (證交所&金管會)	自願性質	採取	對資金提供者之受託人責任	未解釋	未具體要求 (僅有概略建議)	無
歐盟	政府 (歐盟委員會)	強制性質	採取	公共利益	包含環境、社會與治理等因素	有具體要求	成員國應確保指令施行
美國	私人 (ISG)	自願性質	採取	對資金提供者之受託人責任	未解釋	未具體要求 (僅有概略建議)	無
英國 (2012)	政府 (FRC)	自願性質	採取	對資金提供者之受託人責任	未解釋	未具體要求 (僅有概略建議)	從簽署名單除名
英國 (2020)	政府 (FRC)	自願性質	採取	對資金提供者之受託人責任	包含資本結構、投資多樣性、員工權益、環境與社會問題、市場完整性等因素	有具體要求	從簽署名單除名、指定內部與外部之審查機關

資料來源：作者自製

## 第五節、治理架構之政策建議

在對現有規範之不足進行分析，並從比較法之觀點加以檢視後，本節擬提出可能之政策發展建議，層面涉及責任基礎之詮釋、守則範圍內之修正以及其他監管或誘因措施之推行，期望為被動型投資管理人之盡職參與建立有效之治理架構。

### 第一項、詮釋受託人責任之內涵，並輔以公益基礎

首先，不以盡職治理守則為限，若要建立以被動型投資管理人為導向之治理架構，並課予其一定之參與義務，就有必要界定明確之責任基礎，以支撐相關規範之正當性。而由於投資管理人是受託管理客戶之資產，本於與資金提供者之契約關係，其對資金提供者負有受託人責任，已如前述。故我國、美國與英國之盡職治理規範皆是建立在此種受託人責任之基礎上，要求機構投資者應透過參與公司治理來促進資金提供者之長期利益。然而，守則並未解釋的是，為何這種受託人責任等於資金提供者之長期利益，換言之，其如何確保所追求之資金提供者利益必然是以長期為導向？為了避免質疑，吾人認為應有必要就此為進一步之詮釋。

為了釐清此一問題，或許可參考公司與董事之間的受託人責任內涵來進行推論。詳言之，本於對公司之受託人責任，董事有追求公司最大利益之義務，而此處之最大利益所指為何，即涉及本文前述股東優先原則與利害關係人理論之辯論。而若按照啟發式股東價值之想法，其認為公司之最大利益應為股東之長期利益，之所以這樣假設，一方面是為了兼顧其他利害關係人之權益，另一方面是為了確保經營效率，故將這種股東可持續性之長期回報視為公司之最大利益，也以此作為董事受託人責任之內涵。而若將此套用在對資金提供者受託人責任之詮釋上，吾人認為，為了兼顧機構投資者對其他利害關係人之責任，在解釋資金提供者之最大利益時，將其認定為長期利益顯然比短期利益更具有正當性。故為了實現這種長期利益，機構投資者應關注被投資公司之長期表現，以確保整體經濟之發展，為投資人帶來可



持續性之回報<sup>431</sup>。

然而，正如啟發式股東價值受到之質疑，這種解釋脈絡仍然無法逸脫可能違反某些短期資金提供者意願之批評。雖然吾人認為，如同在判斷董事是否違反受託人責任時，亦不可能顧及特定股東之意願，而必須用統一之方式考量股東之利益所在，故差別僅在於要將股東或資金提供者之利益設定為短期或長期而已，而非是否尊重其意願之問題。但為了杜絕爭議，或許可參考股東權利指令之方式，引入公共利益之責任基礎作為補充，如此一來，將追求長期利益之參與模式列為原則實屬應然，亦能強化監管責任之合理性。值得一提的是，我國盡職治理守則在第二章的守則目的中有提到機構投資人之參與有為整體經濟、產業帶來良性發展之目的，但並未將此設定為責任基礎，整體描述也過於空泛，但至少提供了可能之解釋空間。

另須說明的是，此處受託人責任之定位可能與企業社會責任理論之討論相關。詳言之，企業之社會責任可分為裁量型社會責任與義務型社會責任，前者係指公司負責人就如何兼顧股東利益與利害關係人利益之間有一定之合理裁量空間，其在此空間內所為之決策並不違反受託人責任，惟其亦無義務主動追求利害關係人之利益；後者則指公司負責人有義務保護利害關係人之權益。此二者並不互相衝突，立法者可依據是否觸及利害關係人之核心利益，而選擇將其設定為公司負責人之裁量空間或義務。亦即，屬於利害關係人之核心利益者，可採取義務型社會責任之模式，使公司負責人有保護之義務，而核心利益以外之其他利益，原則上應屬裁量型社會責任之範疇，使公司負責人有權加以衡量<sup>432</sup>。而就本文所探討之投資管理人而言，除了資金提供者之長期利益外，其在決策過程中當然也必須考量股東與其他利害關係人之利益，故原則上，其對資金提供者之受託人責任應僅是一種裁量型責任，投資管理人仍保有一定之裁量空間。惟本文認為，若投資管理人已自願簽署盡

<sup>431</sup> 正如 FRC 前主席指出，投資人應要求資產管理人不只是扮演股票價格與收益之預測者，還應該成為讓公司長期且可持續性成長之照護者。See Reisberg, *supra* note 90, at 231.

<sup>432</sup> 楊岳平，前揭註 180，頁 58-60。



職治理守則，即表示其承諾在守則之要求下主動追求資金提供者之長期利益，此時該利益即應被視為一種核心利益，而屬於義務型社會責任之範疇，換言之，簽署人除了應將其納入決策之考量因素外，亦有義務加以保護。

## 第二項、盡職治理守則之修正

奠定責任基礎後，本部分之政策建議聚焦於我國盡職治理守則內容之修正，鑒於該守則是我國促進機構投資人參與之第一步，本文希望在既有之模式上，進行部分變革以提升守則之有效性。

### 第一款、將長期價值之概念具體化，並體現在各原則之要求中

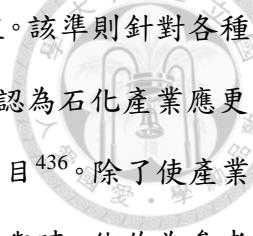
盡職治理守則所提倡之長期價值表面上雖易於理解，實際上卻相當籠統，有必要進一步具體化其內涵，方能使簽署者有所依循。就此本文建議，一方面可以參考股東權利指令之方式，將環境、社會與治理等因素明定為長期價值之內涵<sup>433</sup>，而非僅於指引中列為可關注之資訊類型。有鑑於 ESG 因素與公司財務表現之正向關聯，以及國內外推動 ESG 投資之趨勢，以此作為機構參與之目標實屬必然<sup>434</sup>。另一方面，除了 ESG 之外，亦可參考英國 2020 年之盡職治理守則草案，將員工權益、市場完整性與系統性風險等其他因素列為簽署機構應關注之重點<sup>435</sup>，以進一步充實長期價值之內容。

此外，由美國永續會計準則委員會(Sustainability Accounting Standards Board，

<sup>433</sup> See Directive 2017/828, of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 Amending Directive 2007/36 as regards the Encouragement of Long-Term Shareholder Engagement, 2017 O.J. (L132/1) art. 3g, 1, (a).

<sup>434</sup> 除了股東權利指令外，日本之機構投資人盡職治理守則也將 ESG 因素列為簽署機構應監督被投資公司之要素。See COUNCIL OF EXPERTS ON JAPAN'S STEWARDSHIP CODE, PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTORS: JAPAN'S STEWARDSHIP CODE (Feb. 26, 2014), at 9, <http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20140407/01.pdf>；而英國在其 2020 年版本之盡職治理守則修正草案中，也將 ESG 因素明列為盡職治理責任之內涵，其表示「盡職治理是負責任的資本分配、管理和監督，以為客戶和受益人創造長期價值，從而為經濟、環境和社會帶來可持續性的利益。」。See FIN. REPORTING COUNCIL, THE UK STEWARDSHIP CODE 2020 (Dec. 2019) [hereinafter U.K. STEWARDSHIP 2020], at 4, [https://www.frc.org.uk/getattachment/5aae591d-d9d3-4cf4-814a-d14e156a1d87/Stewardship-Code\\_Dec-19-Final.pdf](https://www.frc.org.uk/getattachment/5aae591d-d9d3-4cf4-814a-d14e156a1d87/Stewardship-Code_Dec-19-Final.pdf).

<sup>435</sup> See U.K. STEWARDSHIP 2020, *supra* note 434, at 5.



SASB)於 2018 年 11 月推行之永續發展會計準則亦極具參考價值。該準則針對各種產業類別，歸納出對該產業而言重要之長期價值，舉例來說，其認為石化產業應更加重視空氣品質之管理、廢棄物之處置以及危險物質之控管等項目<sup>436</sup>。除了使產業本身能加強該等資訊之揭露外，亦使機構投資人在進行投資或參與時，能作為參考之依據。換言之，配合準則所揭露之項目，機構投資人能更清楚地掌握在不同類別之被投資公司中應重視之長期價值為何。而有關 SASB 與該準則之沿革，本文將於後續再為詳細之介紹。

確立應關注之長期目標後，接下來守則應在具體之原則中要求簽署人說明其如何在參與政策中實踐長期價值<sup>437</sup>，並揭露履行之成效，以將守則之目標與責任一致化。舉例而言，守則之原則一除了要求制定並揭露盡職治理政策外，亦應要求簽署人說明其治理政策如何促進被投資公司之環境、社會與治理等長期項目，並應揭露其根據該政策採取了哪些行動，以及行動之成果為何。或是參考英國 2020 年盡職治理守則之內容，說明其具有哪些內部流程或資源可以確保對各種長期要素之有效評估。同樣的，原則五除了要求制定並揭露投票政策外，亦應使簽署人說明其投票政策與投票情形如何與長期利益保持一致，並揭露具體之成效。

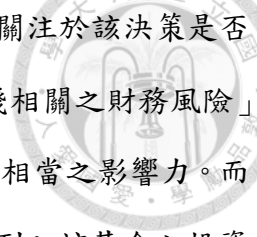
同時，透過將長期價值之概念明確化，主管機關亦可提供更具體之指引，包含參考前述 SASB 之會計準則，表明簽署人在特定產業中應注意或宜注意之長期要素，或是為了達成目標可行之手段，例如設立專責部門或建立評估公司 ESG 績效之指標等。此外，主管機關也應公布盡職治理政策與實踐之良好示範，以供其他簽署人參考，有關於此，最近挪威主權基金與我國牛仔布料大廠年興紡織股份有限公司(以下簡稱「年興」)之接觸可能是很好的例子。

挪威主權基金是全球最大的主權財富基金，同時也是採用負責任投資之領跑

---

<sup>436</sup> Sustainability Accounting Standards Board(“SASB”), SASB Materiality Map®, [https://materiality.sasb.org/?source=post\\_page-----813100d9954f-----](https://materiality.sasb.org/?source=post_page-----813100d9954f-----) (last visited Nov. 30, 2019).

<sup>437</sup> Chiu & Katelouzou, *supra* note 297, at 29-30.



者，其在基金之《全球投票指南》中表示：「我們的投票原則，關注於該決策是否有益於公司之長期經營，並能降低與公司治理、環境和社會實踐相關之財務風險」<sup>438</sup>，鑒於其龐大之資產規模，其投資理念甚至對其他外資機構有相當之影響力。而年興身為挪威主權基金之投資標的之一，其在 2018 年 7 月時被列入該基金之投資觀察名單中，理由是違反人權<sup>439</sup>。基金隨後發布了對於年興之調查報告，報告指出，挪威主權基金之道德委員會在 2015 年至 2017 年間調查了年興位於柬埔寨、越南以及非洲之工廠，透過與工人之訪談、薪資單與勞動契約之審視，發現工廠有超時加班、性騷擾與其他安全上之疑慮，在二度請求年興提出說明並未獲回應後，基金在其網站上公布了調查之內容，此後年興雖然正式提出回覆並承諾改善違規問題，但基金仍暫時將其列入觀察名單之中。之後基金委託美國工人權益聯盟(WRC)對上開違規工廠重新進行調查，發現性騷擾之狀況持續存在，於是 WRC 在 2019 年 8 月與年興之三大品牌客戶簽訂協議<sup>440</sup>，內容包含年興應提出具體對策，且若未於限期內改善，則各品牌將減少下單。挪威主權基金在 WRC 之協助下，成功促使年興積極處理當地工廠之性騷擾與其他人權問題，期望能符合協議之標準<sup>441</sup>。

上開案例為我國共同基金之盡職治理提供了很好的示範，不論是對於被投資公司 ESG 要素之調查、建立投資觀察名單或是與第三方之人權組織合作等方式，都是在參與政策中體現長期價值之良好手段，值得借鑑。

第二款、訂定各原則下應揭露之具體內容，並指定審查機關

就強化守則之執行力部分，首要之工作應該是為簽署人設定清楚之遵循義務，如此方有可審查之基準，以利進一步之法規執行或違規處罰<sup>442</sup>。因此，本文建議應


<sup>438</sup> Norges Bank Investment Management, *Global voting guidelines*, [https://www.nbim.no/contentassets/1059e60479784796bac26e0cee596613/votingguidelines\\_web.pdf](https://www.nbim.no/contentassets/1059e60479784796bac26e0cee596613/votingguidelines_web.pdf) (last visited Nov. 30, 2019).

<sup>439</sup> 鉅亨網新聞中心(16/10/2019)，〈小心被大股東投反對票 ESG 成外資大戶選股新法則〉。

<sup>440</sup> 三大品牌分別為美國服飾公司利惠(Levi's Strauss & Co)、The Children's Place(TCP)以及 Kontoor，其占年興 2018 年銷貨金額約 46%。

<sup>441</sup> 今周刊(21/10/2019)，〈挪威主權基金與年興 5 年攻防 看懂企業應對 ESG 實戰眉角〉，頁 100。

<sup>442</sup> Reisberg, *supra* note 90, at 229.



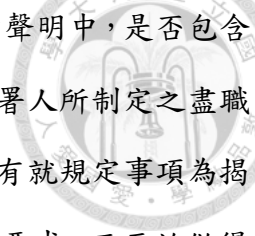
參考歐盟或英國新版守則之方式，細化各項原則之具體要求，以強化簽署機構之參與。詳言之，目前所列之六大原則扣除原則三與原則四僅有政策宣導之效果外，所課予簽署人之具體義務僅有制定並揭露盡職治理政策、利益衝突管理政策與投票政策，並定期就投票情形與履行治理之情形為報告，而各項政策與揭露內容之細節均未為規定，僅在指引中提供可能之建議，但不具有強制力，因而造成簽署人之政策與報告質量參差不齊，主管機關亦無從檢驗。故本文認為應訂定各原則下應揭露之具體內容，像是盡職治理政策中之應記載事項，例如其投資理念、促進盡職治理之方法與資源，或是如何識別有關 ESG 議題之風險等；亦可於投票與履行盡職治理情形之揭露中，訂定應揭露或解釋之內容，例如與被投資公司對話之次數、實際參與行動之結果或是投票贊成或反對股東會決議之理由等<sup>443</sup>。這些具體義務可從現有之指引中尋找適合賦予強制力之內容，而如前所述，應使其能體現長期價值之內涵。

而在明確化應說明或揭露之項目後，亦可參考英國之方式，考慮在簽署機構之內部與外部指定適合之審查機關，負責檢驗簽署人是否有履行守則要求。詳言之，在內部機關上，依金管會之規定，證券投資信託事業應設置負責法令遵循之單位，並由董事會指派高階經理人擔任法遵主管<sup>444</sup>。而按照證券暨期貨市場各服務事業建立內部控制制度處理準則第 28 條之規定，法遵單位應負責使各項營運活動符合法令規定，或其他經主管機關規定應辦理之事項。故本文認為，可以此為依據，要求法遵單位應確保證券投資信託基金之盡職治理聲明符合守則之要求，並應在提交前由法遵主管簽章。而外部機關上，應可指定負責管理守則之證交所進行審查，以確保簽署人提交之聲明符合規定，審查通過者方可將聲明公布於公司治理中心之網站，未通過者則應限期命補正，未補正者應可考慮透過除名之方式給予懲罰。

<sup>443</sup> 如前所述，這種明確化具體政策內容或揭露義務之方式可參考股東權利指令之第 3g 條、第 3h 條，以及英國新版盡職治理守則所列之各項原則。

<sup>444</sup> 參中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會證券投資信託事業人員申報作業辦法第 4 條第 4 項。





至於具體之審查標準，主管機關應著重於審查簽署人之遵循聲明中，是否包含各項原則下所規定之應揭露事項，舉例而言，主管機關應審查簽署人所制定之盡職治理政策是否有就應說明之事項為說明，以及揭露報告上，是否有就規定事項為揭露。換言之，此處之重點在於審查簽署人有沒有做到守則之基本要求。而至於做得好不好，也就是盡職治理參與之質量為何，本文認為應透過設立評鑑制度之方式來加以評估與鼓勵，以避免簽署人因遵循成本過高而退出守則，有關此評鑑之部分將於後續再詳細探討。

### 第三款、強化與資金提供者之交流

如前述之分析，被動型投資管理人可能會有錯誤的關注特定時間範圍之疑慮，亦即其可能為了避免投資人因短期績效不佳而贖回，或是為了吸引更多投資而有在特定時點創造獲利或避免虧損之誘因，即便那可能不是最佳之投資時間。為了緩解此一問題，本文認為重點應在於降低基金業者與投資人間的資訊不對稱，而雖然前述之政策揭露義務亦能發揮效果，但更根本之做法應是要求簽署人強化與資金提供者之交流。

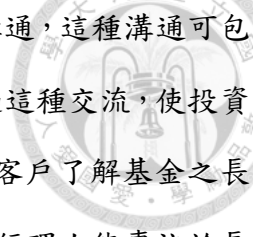
現行守則之方向主要著重於基金業者與被投資公司之互動，其雖於相關指引中敘明簽署人宜考量對客戶或受益人之責任<sup>445</sup>，但並未進一步要求建立與資金提供者之溝通管道，使目前資金提供者僅能透過簽署人揭露之履行盡職治理情形了解其在參與上之努力<sup>446</sup>。因此為了緩解資訊不對稱之問題，本文建議參考股東權利指令或英國新版盡職治理守則之做法，要求簽署人說明其如何透過與客戶之交流，以了解客戶之投資需求，並說明其如何在盡職治理之過程中反映這些需求<sup>447</sup>。此

---

<sup>445</sup> 例如守則原則一之指引中表示，機構投資人訂定盡職治理政策時，宜考量如何保障客戶與受益人之權益，而治理政策中宜揭露對客戶或受益人之責任。

<sup>446</sup> 按照守則原則六之指引，僅提及客戶或受益人得主動向簽署人要求揭露履行盡職治理之情形，以及簽署人應提供客戶或受益人得聯繫簽署人之管道。

<sup>447</sup> See U.K. STEWARDSHIP 2020, *supra* note 434, Principle 6; Directive 2017/828, of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 Amending Directive 2007/36 as regards the Encouragement of Long-Term Shareholder Engagement, 2017 O.J. (L132/1) art. 3h, 1.



外，簽署人亦應說明其如何與客戶就長期投資之相關事項進行溝通，這種溝通可包含向客戶解釋其如何在投資期限內為其資金創造最大利益。透過這種交流，使投資管理人一方面能參考客戶之意見調整投資策略，另一方面也使客戶了解基金之長期投資計畫，以減少其因短期回報不佳而贖回之壓力，確保基金經理人能專注於長期投資。然而，可能之反對意見在於，這些客戶不見得會真的關心基金業者之投資計畫，這種交流可能只會徒增業者之成本，而無法達到預期之效果。惟本文認為，既然守則之目的在於追求資金提供者之長期利益，其至少應確保機構投資者與資金提供者間有良好之溝通平台，才能促使機構之治理行動符合該利益。

#### 第四款、鼓勵將長期要素納入投資標的之選擇

另一個守則可考慮之作法是，鼓勵資產擁有人在選擇欲委託之投資管理人或投資標的時，以及投資管理人在選擇投資標的時，即將所注重之長期要素納入考量<sup>448</sup>。換言之，不僅是在投資後對被投資公司之參與中落實盡職治理，而在投資前也能將簽署人對長期價值之重視體現在投資組合當中，藉以發揮其資金之吸引力，促使投資管理人與被投資公司主動關注特定之長期項目。舉例而言，基金業者可以標榜其投資組合將參考企業之 ESG 指標，藉此促使希望吸引投資之公司改善相關表現。具體作法上，雖同樣可參考英國新版守則之規定，要求簽署人說明其如何確保在選擇投資標的之過程中，將社會與環境等長期價值納入考量<sup>449</sup>。惟本文認為將此列為義務性規定似乎過於嚴苛，析言之，即便機構投資者在決定投資組合時未以長期要素為主要考量，其仍然可透過參與經營之過程實現盡職治理責任，故本文傾向於僅將該等內容列為建議性規定。而在實際案例上，國內就此已有不少良好之示範，包含勞動基金所採之社會責任投資政策<sup>450</sup>，以及元大投信於 2019 年 8 月發行

---

<sup>448</sup> Reisberg, *supra* note 90, at 241.

<sup>449</sup> See U.K. STEWARDSHIP 2020, *supra* note 434, Principle 7.

<sup>450</sup> 參前揭註 220。



之「元大台灣 ESG 永續 ETF」<sup>451</sup>等，均值得借鑑。

### 第三項、建立評鑑機制

為了使盡職治理守則之公開揭露方式發揮應有之聲譽效果，讓投資大眾不僅是關注投資管理人是否有簽署守則，亦能將簽署人履行盡職治理之情形納入選擇基金之考量，吾人認為有必要使投資人更便於理解基金業者參與治理之成效，以及長期績效與投資回報之關聯性。因此，本文建議應可建立一套評鑑機制，以評估簽署機構在長期參與上之表現。

我國雖有針對一般企業設立之公司治理評鑑，卻未有針對機構投資人治理表現之客觀評比，此部分可以參考英國於 2016 年設立之公共分級制度，其根據守則簽署人盡職治理政策之具體程度、透明度與說明義務之完整性將其分級，並公布於主管機關之網站，希望能藉以鼓勵簽署人改進聲明之內容，並重新檢視其承諾<sup>452</sup>。之後更透過持續溝通與舉辦討論會等方式協助簽署人進行檢討，以使其能提升評鑑等級。具體而言，英國將簽署機構之治理表現分為三個等級，第一級是指簽署人對履行盡職治理之方法提供高品質且透明之說明，且於必要時解釋可能之替代方案；第二級則是指簽署人能符合許多報告要求，但關於盡職治理方法之報告較不透明，或當偏離守則時並未提供解釋；第三級則指盡職治理報告明顯需要加強者，簽署人在改善報告品質之態度上相當消極，且聲明過於空泛，當偏離守則時同樣未提供完整解釋<sup>453</sup>。而在實際成效上，該分級制度搭配主管機關後續之關注與溝通，確

<sup>451</sup> 「元大台灣 ESG 永續 ETF」是國內第一個訴求完整涵蓋 ESG 三元素之 ETF 投資，追蹤「臺灣永續指數」，其計量評鑑模型，分成環境、社會責任、公司治理三大支柱，並細分 14 個主題，包含 5 個類型的環境主題、5 個類型的社會主題及 4 個類型的公司治理主題。參照：經濟日報(23/08/2019)，〈元大台灣 ESG 永續 ETF 掛牌〉。

<sup>452</sup> See Financial Reporting Council("FRC"), FRC Developments in Corporate Governance and Stewardship Code, <https://www.frc.org.uk/getattachment/ca1d9909-7e32-4894-b2a7-b971b4406130/Developments-in-Corporate-Governance-and-Stewardship-2016.pdf> (last visited Nov. 30, 2019).

<sup>453</sup> 林暉程、吳語涵(2019)，〈從英國實務之發展檢討分析我國機構投資人盡職治理守則之改革方向〉，《萬國法律》，第 225 期，頁 118。而除了英國外，聯合國之責任投資原則(PRI)亦有設立針對 ESG 要素之評鑑機制，簽署人需每年向聯合國提出 ESG 投資模組，聯合國將每年針對這些模組為評鑑，從 E 等至 A+，共分為六個等級，並會將評鑑結果公布於聯合國之網站。See Principles for Responsible Investment("PRI"), About PRI assessment, <https://www.unpri.org/signatories/about-pri-assessment> (last



實成功促使英國現已無被列為第三級之簽署機構。

藉由此種評鑑機制，將有助於主管機關審核簽署人治理政策之質量，再將評鑑之結果呈現給一般投資大眾，並配合適當之教育宣導，一方面能使投資人更了解企业之長期價值與投資回報之關聯性<sup>454</sup>，另一方面也有助於提升投資人對於基金業者之監督，以強化守則之聲譽效果。而透過評鑑結果之公布，也能使取得優良成績者成為同業之典範，供其他簽署人參考並改善治理政策，促成良性競爭。

誠然，可能之反對意見在於，即便以評鑑制度之方式公開揭露簽署人之治理質量，投資大眾仍可能不會對其投以太大之關注，而這其實也是守則依賴聲譽誘因下所難以避免之問題。然而，本文之觀點是，既然守則希望以聲譽為基礎確保運作有效性，自然應設法最大化聲譽之效果，除了令投資人知悉盡職治理對其投資回報之影響，亦應使投資人能簡單判斷基金業者之治理質量。至於不足之處，則可更加仰賴主管機關之執行或處罰機制。

#### 第四項、設立違規之處罰效果

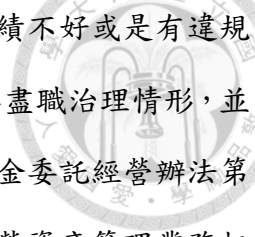
為了使簽署守則之基金業者進一步落實各項義務，本文建議配合前述之審查機制，對於遵循聲明未經審查機關批准通過，且未於限期內改善者，課予一定之處罰效果。但鑑於守則本屬自願性質，加上我國之盡職治理風氣尚未成熟，這裡之處罰仍不應過苛，否則可能造成降低簽署意願之反效果，舉例而言，本於對資金提供者受託人責任之違反，而課予違規之簽署人金錢上之制裁，雖不失為可考慮之處罰手段，但吾人認為這可能會抵銷簽署機構之聲譽誘因，而過度增加參與成本，尤其對於重視成本競爭之被動型投資管理人而言，可能反而造成其不願加入守則。因此，本文認為可考慮之手段除了前述的將違規者從簽署名單中除名外，亦可由主管機關公布不建議投資之黑名單，並於其中揭露簽署人之違規情狀<sup>455</sup>。此外，對於在

---

visited Nov. 30, 2019).

<sup>454</sup> Verstein, *supra* note 310, at 594.

<sup>455</sup> Reisberg, *supra* note 90, at 242.



評鑑制度中表現不良者，則可考慮從政府基金之角色著手，將成績不好或是有違規紀錄之投資管理人在一定時間內列為禁止委託對象，除非其改善盡職治理情形，並在評鑑中取得更好之表現。舉例來說，按照公務人員退休撫卹基金委託經營辦法第 4 條第 1 項，其規定退撫基金委託經營之受託機構，應以合於經營資產管理業務相關規定之投資管理人為對象，並於第 2 項設有國內投資管理人應具備之條件，包含應成立三年以上、收益率不得低於一定標準且受託資產不得少於一百億元等。而本文認為可以此為根據，在這些條件中加入與盡職治理相關之限制，包含投資管理人應簽署盡職治理守則，且在一定期間內不得有違規紀錄，或是盡職治理評鑑不得被列為最差等，以鼓勵簽署人落實守則要求。

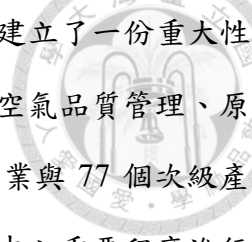
#### **第五項、降低參與成本之政策**

誠如前述，阻礙被動型投資管理人積極參與之關鍵在於成本，而現行規範並未有幫助於緩解此一難題，故本部分將以降低參與成本為主軸，提出可能之政策方向。

##### **第一款、使被投資公司主動揭露長期資訊**

被動型投資管理人之成本問題在於，由於其持股多元且分散，因而欠缺識別特定公司治理資訊之資源與時間，故無法有效進行參與。針對此一問題，本文認為可考慮從被投資公司之面朝著手，由主管機關制定一套資訊揭露準則，要求被投資公司主動揭露與長期價值相關之經營資訊，供機構投資者作為選擇投資標的以及參與監督之依據，從而降低其獲得特定公司訊息之成本。

就此，前已提及之美國 SASB 於 2018 年推行之永續發展會計準則具有重要之參考性，以下即就該準則為進一步之說明。SASB 係於 2011 年以開發和推廣該準則為宗旨而成立，在與華爾街之多家重要金融機構以及大型投資管理公司等人之合作下，經過 6 年之研究共同推出該會計準則。準則之概念在於，其針對特定之產業類別，歸納出各項與 ESG 相關之長期因素對於各產業財務表現之重要性與關聯



性，藉此提出其建議各產業應加強揭露之長期項目<sup>456</sup>。準則為此建立了一份重大性地圖(Materiality Map)，其中涵蓋了 26 項 ESG 相關議題，包含空氣品質管理、原料取得正當性、勞工權利與勞動條件等項目，以及 11 個主要產業與 77 個次級產業，包含傳統產業、金融業與科技業等，並對各項議題在各產業中之重要程度進行評分<sup>457</sup>。以半導體業為例，SASB 發現與能源管理、廢棄物管理以及原料來源等相關之 ESG 議題可能對該產業之財務表現有較重大之影響，故其應著重於管理並揭露此等項目<sup>458</sup>。值得一提的是，這種著重於 ESG 因素對財務重要性之模式，與前述折衷公司目的中所探討之啟發式股東價值不謀而合。

而透過永續發展會計準則之歸納，機構投資人能以商業獲利為動機，按照所投資產業之類型識別關鍵之長期要素，以就此為評估，並擬定相關之參與政策，促成與被投資公司有效率之對話。而被投資公司也能以此為標準，關注並揭露重要之長期資訊，供機構投資者參考。故本文建議，應能引入及推廣該會計準則，除了能為我國機構提供長期參與之指導，並能以此訂定各產業應公開揭露之資訊，從而降低機構投資人之參與成本。

## 第二款、建立機構投資者交流平台

降低被動型投資管理人參與成本的另一個可能做法是，建立機構投資人間之交流平台。如前所述，一般投資公司或避險基金等偏好行動主義之機構股東，通常較能掌握特定公司之內部資訊，其也需要尋求共同基金等被動投資者之支持，而透過與行動主義者之合作，共同基金不僅能獲得治理參與所需之訊息，亦能選擇對長期價值有利之提案給予支持。換言之，透過這種交流，除了能降低被動型投資管理人參與之成本，亦能有效緩和行動主義股東之短期思維。此外，不同股東之聲音有

---

<sup>456</sup> Sustainability Accounting Standards Board(“SASB”), Standards Overview, <https://www.sasb.org/standards-overview/> (last visited Nov. 30, 2019).

<sup>457</sup> Sustainability Accounting Standards Board(“SASB”), SASB Materiality Map®, [https://materiality.sasb.org/?source=post\\_page-----813100d9954f-----](https://materiality.sasb.org/?source=post_page-----813100d9954f-----) (last visited Nov. 30, 2019).

<sup>458</sup> 須注意者，SASB 所要求之揭露非常具體，以能源管理為例，其希望企業指出公司之能源消耗總量、綠能使用占比等資訊，而非僅是政策說明。



必要進行整合，以提升治理參與之效率<sup>459</sup>。因此，本文認為應可建立一個機構投資者對話之平台，以鼓勵這種合作。

具體作法上，首先，可以鼓勵機構投資人公開聲明其參加集體治理行動之意願，以及對於行動目標之初步想法<sup>460</sup>，以吸引志同道合之投資人，並揭露其實際上加入了什麼集體行動與成果，此部分可以透過納入盡職治理守則之原則來推行<sup>461</sup>。再者，主管機關可以成立相關組織或論壇，鼓勵機構投資人自願加入，成為互相交流之平台。在該組織中，不同類型之機構投資者將能扮演不同之角色，例如避險基金等行動派股東能識別特定公司之治理缺陷，並擬定參與計畫，而共同基金與指數基金可以負責審查這些參與計畫是否符合長期價值。此外，主管機關亦可指定代表公部門之專家提供相關指導與監督，並鼓勵國際之機構投資人與本地業者合作<sup>462</sup>，強化盡職治理概念之普及。透過這種方式，將能有效降低發起參與行動之成本，並增加投資組合之價值，而若合作之利益大於成本，這種交流就能持續下去。

相關範例部分，英國於 2014 年成立之投資者論壇頗具參考價值，該論壇由機構投資者成立之非營利組織運作，成員包含國內與國際之機構法人，並設有專門之公司治理團隊與財務團隊。該論壇中，成員可以提議對特定公司之參與計畫，而其他持有同一公司股份之成員則可以選擇是否加入，亦能隨時退出，該提案將經論壇之專業團隊評估，一旦確定其與長期價值一致，論壇便會與該公司之主要股東成員協商，以了解其對提案之支持程度，在確保一定之共識後，論壇便會協助進行參與行動。至 2018 年為止，該論壇共有 42 家機構投資者加入，約佔英國富時全股指數

<sup>459</sup> Reisberg, *supra* note 90, at 238-239.

<sup>460</sup> 需注意的是，這裡的行動目標仍應與被投資公司及客戶之長期價值一致，可要求機構投資人解釋這種一致性。

<sup>461</sup> 此部分可以參考前述英國 2020 盡職治理守則修正草案之原則 10，其規定「簽署人在必要時加入集體參與，以影響發行人」。並要求簽署人揭露他們參加了什麼集體參與以及為什麼參加，包括直接或由他人代表進行的參與，以及參與之結果。See U.K. STEWARDSHIP 2020, *supra* note 434, Principle 10.

<sup>462</sup> See Hill, *supra* note 32, at, 522.

(FTSE All-Share Index) 資本總額之 29%<sup>463</sup>，而在 2015 年至 2017 年期間，該論壇共評估了 28 項集體參與計劃，並實行了其中的 18 項，每項計畫之參與者約在 2 名到 15 名機構投資者之間<sup>464</sup>。故在整體成員數量或是參與行動上均取得不錯之成效，值得我國借鏡。

---

<sup>463</sup> 富時全股指數 (FTSE All-Share Index) 是由在倫敦證券交易所交易之 2000 多家公司中約 700 家公司組成之加權指數，目標在於能代表所有符合條件之英國上市公司市值之 98%。

<sup>464</sup> Strampelli, *supra* note 31, at 847-848.





## 第六章、一般投資公司之治理架構

分析完被動型投資管理人之政策方向後，接下來本部分將針對我國另一主要機構投資者，即一般投資公司之治理架構進行探討。一般投資公司是指由投資人以自有資產設立，並以投資為主要業務之公司。誠如前述，其在我國資本市場中佔有一定之比例，且現行法下對此類公司之規範相當有限，故可能無法有效抑制其日益增長之短期風險。因此，本章將著重於監管建議之思考，並按以下順序進行：首先，本文將先點出所欲探討之一般投資公司類型，並本於前述對其治理問題之評析，確立監管政策之方向，接著，本文將審視現行法下可能之治理手段，論證以盡職治理守則或公司負責人責任進行規範之空間與妥適性，最後提出可能之政策建議。

### 第一節、一般投資公司之態樣

一般投資公司中較常見之股權結構類型，主要包含散戶投資人單純出於節稅考量而設立之一人公司，以及由少數家族成員或特定股東把持，累積龐大資本進行投資操作之公司。鑒於對資本市場之影響力，後者固然才是本文所聚焦之對象。而在我國特有之市場環境下，此種具有相當資本規模之投資公司又可進一步歸類為兩種態樣，以下分述之。

#### 第一項、內部人型之投資公司

第一種是由特定公司之主要出資者所設立，目的是為了透過投資公司間接持有該公司之股份，之所以這麼做，除了稅務上之考量外，一方面是為了達到隔絕風險與躲避資訊揭露之效果<sup>465</sup>，另一方面亦能藉此適用公司法第 27 條有關法人股東代表之規定，除能指派數人當選董監事外，亦享有隨時改派代表人之權利，可藉以

<sup>465</sup> 按公司法第 22 條之 1 第 1 項規定，僅要求公司申報其董事、監察人、經理人與持有已發行股份總數或資本總額超過百分之十之股東的相關資訊，而在該等內部人為法人股東時，則未進一步要求其揭露本身之內部人資訊，故公司真正之實質受益人可透過設立投資公司間接持股之方式躲避資訊揭露之義務。



鞏固經營權<sup>466</sup>。此外，該主要出資者亦可能透過分拆數間投資公司進行持股之方式以規避內部人之法律限制<sup>467</sup>。

此類投資公司通常不會公開發行，其股東除該出資者外，亦可能包含少數之家族成員在內，且其等亦可能身兼該特定公司之經營者。因此，此類投資公司之真正目的不在進行一般性之證券投資，而是為了掌控經營，並減少風險與管制，故其通常僅對該特定公司有相當規模之持股，而非廣泛地投資於證券市場，性質上更接近於公司之內部人，故本文將其稱為「內部人型之投資公司」。

## 第二項、投資人型之投資公司

第二種投資公司則是真正以投資證券市場為目的之公司，其可能是由少數資本家所設立，或是由上市櫃公司為符合公司法第 13 條轉投資之限制而特別成立之子公司。其通常亦不會公開發行，股東由少數家族成員或單一法人所擔任，而在投資策略上，此類投資公司並非僅侷限於單一企業，而是本於自身之判斷選擇市場上有潛力之標的進行投資，亦可能透過股東行動主義之方式發起參與行動，以獲取利潤。整體上而言，其更接近典型之機構投資人，故本文將其稱為「投資人型之投資公司」。

## 第二節、一般投資公司之治理問題與政策方向

如前所述，一般投資公司通常未公開發行，且多為一人公司或由家族成員所把持，股份轉讓亦可能受有一定之限制，故傳統上此類公司並未吸引監管機關之注

<sup>466</sup> 公司法第 27 條有關法人股東得指派數人當選為董監事且得隨時改派之規定，除有違反股東平等原則之疑慮外，亦導致該代表董事通常對法人股東唯命是從，造成與公司利益之潛在衝突，不利於公司治理。而我國之家族企業也往往透過法人股東代表之規定，以設立投資公司之方式層層架構，不僅降低公司之營運透明度，亦使控制股東容易規避責任。故學者多有主張廢除第 27 條之相關規定，惟並未在此次 2018 年之公司法修正中落實。參劉連煜，前揭註 39，頁 149-153；方嘉麟(等著)(2018)，《變動中的公司法制：十七堂案例學會公司法》，頁 123-124，臺北：元照。

<sup>467</sup> 雖有關內部人之法規限制中多有敘明應將利用他人名義持有之股份一併計算(如證券交易法第 22 條之 2 第 3 項、第 25 條第 3 項、第 157 條第 5 項及第 157 條之 1 第 7 項)，惟在目前有關實質受益人之揭露僅限於第一層股東之情況下，要藉此掌握公司真正之大股東有其難度，故公司之主要出資者仍有透過分拆投資公司以分散持股之誘因。



意，除一般之公司法規外，針對此類投資公司之規範基本上付之闕如。然而，若從公司內部人與機構投資者之角度加以檢視，不論是前述內部人型或投資人型之投資公司均在一定程度上存在公司治理之風險。

詳言之，就內部人型之投資公司而言，本於對經營階層之影響力，使其處於能獲得公司財務及業務資訊之優越地位，甚至能主導公司之營運走向，故公司法制向來對此類內部人之股權管理設有若干限制，以避免資訊不對稱所造成之市場風險<sup>468</sup>。而除了股權交易外，此類投資公司亦存在利用其影響力迫使公司實現自身利益之疑慮，析言之，雖然由於此類投資公司通常對其所投資之企業持有相當規模之股權，故理論上不至於過度損害公司之長期價值，以追求短期利潤，然而，其仍可能在一定程度上罔顧其他利害關係人之權益，或是透過犧牲其他股東之利益以換取自身價值。而如前述，現行法下對實質受益人資訊揭露之不足<sup>469</sup>，以及法人股東代表之弊病<sup>470</sup>，使此類投資公司比起自然人股東更加難以管控，不僅股權結構不透明，相關責任之歸屬亦有待釐清。

而就投資人型之投資公司而論，其亦至少在兩個層面上存在市場風險。如前述之分析，近年來投資公司逐漸在股東行動主義之浪潮中占有一席之地，部分公司本於可觀之資產規模，買入目標公司之股份後發起參與行動，甚至透過與其他市場派股東之策略性合作，達到影響經營之目的。而這種參與行動可以表現在兩個層面上，第一種是本於一定之持股規模發起經營權爭奪戰，透過全面掌握公司主導權之方式追求自身利益最大化。第二種則是單純以參股之方式影響經營，亦即投資公司之目標不在於取得經營權，而是透過其持股規模向董事會施壓，甚至當選其中一至二席董事，以迫使經營者在一定程度上滿足其利益。惟不論是哪一種參與模式均可

<sup>468</sup> 王志誠(等著)(2013)，《實用證券交易法》，三版，頁119，臺北：新學林。

<sup>469</sup> 有關實質受益人揭露爭議之詳細討論可參考：吳志豪(2019)，〈新修正公司法面對之監理挑戰—以實質受益人或控制權人條款為中心〉，《華岡法粹》，第67期，頁207-244。

<sup>470</sup> 有關公司法第27條法人股東代表問題之詳細研究可參考：林仁光(2011)，〈公司法第二十七條法人董監事制度存廢之研究〉，《國立臺灣大學法學論叢》，第40卷第1期，頁253-350。



能產生類似於避險基金之短期主義問題，使目標公司採取有害長期價值之決策，以實現投資人的短期偏好。

而由於本文之討論脈絡主要圍繞於盡職治理之概念，亦即如何促使機構投資者透過參與經營之方式，實現資金提供者之長期價值。故就內部人型之投資公司而言，本文將著重於探討如何使其在影響經營時，考量其他利害關係人之權益。而就投資人型之投資公司部分，本文則主要聚焦於第二種參與模式之應對，也就是在此類投資公司透過參股影響目標公司之經營時，如何確保其考量長期利益，並限制可能之短期風險，相關治理政策應以此為主要之發展方向。

### 第三節、以盡職治理守則規範之有效性

確立規範投資公司之重點在於降低短期疑慮後，綜觀檯面上相關之治理規定，前述之機構投資人盡職治理守則在解釋上似乎有用以應對此一問題之空間，故本部分將討論以盡職治理守則解決投資公司短期問題之可能性，並評估其是否適當。

#### 第一項、適用守則之可能性與簽署現狀

一般投資公司雖屬本文定義下之機構投資者，但其是否屬於我國機構投資人盡職治理守則所欲規範之主體則不無疑問。首先，守則將所適用之機構投資者分為資產擁有人與投資管理人兩種類型，按照規定，前者是指運用自有資金或集結客戶、受益人資金進行投資之機構，並舉例包含保險、退休基金等業者；後者則是協助客戶管理資金並進行投資運用之機構，包含投資信託、投資顧問等業者<sup>471</sup>。而投資公司本於運用自有資金投資之性質，雖未被明示於守則中<sup>472</sup>，但解釋上應可被歸類為資產擁有人。但若從繼受法與比較法上觀察，英國盡職治理守則對於資產擁有者之定義係採取例示之概括規定，其指出資產擁有者包含退休基金、保險公司、投

<sup>471</sup> 參機構投資人盡職治理守則第一章，機構投資人與其責任。

<sup>472</sup> 另外，根據證券交易所發布盡職治理守則時之新聞稿，其表示：「...包含國內外政府基金、保險、投信等機構投資人對市場及被投資公司影響力日漸重大...」，亦未將投資公司明示為守則之適用主體，<https://cgc.twse.com.tw/pressReleases/promoteNewsArticleCh/1206> (發布時間：30/06/2016)。

資信託與其他集體投資工具<sup>473</sup>，其中並未列明投資公司，而其是否屬集體投資工具亦有疑慮。而若參照股東權利指令之規定，除投資管理人外，其主要將機構投資者定義為人壽保險公司與退休基金，並未涵蓋一般投資公司<sup>474</sup>。因此，雖然投資公司在我國守則之文義解釋上可被認定為資產擁有者而加以適用，但可能並非我國與各國盡職治理規範所預設之捕捉目標。

另外，雖解釋上有適用空間，但就我國守則之簽署情況而言，截至目前並未有一般投資公司成為簽署人，故其實際上並未發揮規範功能。究其原因，可能與守則之責任基礎以及聲譽效果有關，以下將以此為主軸，討論以盡職治理守則規範投資公司之有效性。

## 第二項、適用守則之障礙


盡職治理守則文義上雖不排除投資公司之適用，但探究其規範設計之結構，並不難發現與投資公司存在不少扞格之處，這主要表現在責任基礎與聲譽誘因之欠缺上。而這些牴觸也成為投資公司適用守則之障礙，並再次印證了其可能並非守則最初預設之機構投資者類型。以下即就這些障礙為說明，以論證為何盡職治理守則可能無法成為有效之治理規範。

### 第一款、責任基礎之不足

首先，以盡職治理守則規範投資公司之根本問題可能在於，其欠缺足夠之正當性基礎。如前所述，守則係以機構投資人對資金提供者之受託人責任作為課予盡職治理義務之理由，此除了會有前述與長期價值關聯性之疑慮外，當以投資公司為規範對象時，可能產生更大之解釋難題。詳言之，投資公司屬於利用自有資金進行投資之資產擁有者，不存在如投資管理人般之基金客戶，故只能將投資公司本身之股

<sup>473</sup> See U.K. STEWARDSHIP 2012, *supra* note 4, at 6.

<sup>474</sup> See Directive 2017/828, of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 Amending Directive 2007/36 as regards the Encouragement of Long-Term Shareholder Engagement, 2017 O.J. (L132/1) art. 1, (e).



東視為資金提供者<sup>475</sup>，以公司對股東之受託人責任作為治理義務之來源。然而，此種解釋即與一般之公司法人無異，而無法說明投資公司有何特殊之處，因而須承擔不同於一般公司之盡職治理責任。另一方面，投資公司之股東多為家族成員或一人公司，其決策基本上完全由股東把持，而不存在經營所有分離之問題，故若要主張其短期行為有抵觸股東利益之虞，論理上可能更為困難。因此，現行守則以受託人責任為規範基礎之模式，可能不適合套用在投資公司身上<sup>476</sup>。

### 第二款、聲譽誘因之欠缺

再者，盡職治理守則能有效運作之核心思想為，以公開揭露之方式為機構投資人提供參與治理之聲譽誘因，其認為資金提供者會將履行治理責任之情形視為選擇投資機構時之參考要素，因此機構若實施良好的盡職治理政策，將能吸引更多資金投資。然而，對投資公司而言，這種聲譽誘因可能並不存在，詳言之，投資公司不論是一人公司或家族企業，其通常係由少數股東所出資設立，且未公開發行，故除了較少從公開市場吸收資金外，其投資決策與參與行動也基本上完全反映股東之偏好，故顯然沒有透過遵循守則規定以吸引投資人之必要。因此，守則之聲譽誘因無法發揮效果，這也是目前為止尚未有投資公司簽署守則之主要原因。

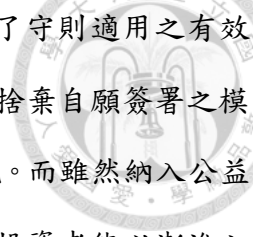
### 第三項、小結

綜上所述，若要以盡職治理守則規範投資公司之短期風險，雖解釋上不無可

---

<sup>475</sup> 盡職治理守則第一章談及對資金提供者之受託人責任時，所舉之資金提供者類型除了客戶與受益人外，亦包含機構投資人之股東，可為參考。

<sup>476</sup> 除投資公司外，本文認為若要以受託人責任作為銀行、保險公司等其他資產擁有人之責任基礎可能也有論理上之疑慮。理由在於，此類機構之資金提供者(例如銀行之存戶、保險公司之要保人等)投入資金之目的並非為了追求投資表現，且本於對機構之固定債權，其既無法從投資獲利中得到額外之回饋，亦必須承擔機構投資失敗可能導致債權無法實現之風險。換言之，對此類資金提供者而言，其可能並不要求，甚至不希望資產擁有人以其資金進行投資管理行為，其只希望能確保債權之實現。以保險公司為例，要保人與保險人簽訂保險契約，並按時繳納保險費，我國雖允許保險公司利用該筆資金進行某種程度之投資行為，但這並非本於對要保人之受託人責任，而是為了讓閒置資金能有效利用，以謀求經濟發展之公益考量。而對要保人來說，其只希望保險公司能在保險事故發生時，依約給付保險金，任何投資行為之獲利皆無法使要保人獲得額外之收益。因此，既然資金提供者並不期望資產擁有人從事投資行為，資產擁有人對客戶之責任也僅止於債務之履行，自然無法建構以追求長期投資獲利為內涵之受託人責任，更遑論以此課予資產擁有人盡職治理之義務。



能，但必須面臨說明責任基礎與創造其他誘因之挑戰，這降低了守則適用之有效性。故以現狀而言，除非守則如前述般將公益責任納為基礎，並捨棄自願簽署之模式而改為強制適用，否則無法被期待在此一議題上發揮治理功能。而雖然納入公益基礎可以思考，但吾人認為，為確保守則適用之彈性，並讓機構投資者能以漸進之方式主動將長期價值融入治理政策，而非僅是被動式地回應要求，現階段尚不適合將守則設為強制規定。

然而，即便不能直接適用盡職治理守則，亦不表示守則所建立之盡職治理機制毫無用武之地，或許可以考慮將守則所臚列之相關義務應用於設立針對投資公司之治理規範上，此部分本文將於政策建議中再為詳細討論。

#### 第四節、以公司負責人責任規範之有效性

除了盡職治理守則之外，針對內部人型之投資公司，或許可以思考以公司負責人責任進行規範之可能。由於此類投資公司通常對其所投資企業之經營決策有相當之控制力，使其除了親自擔任董監事外，亦有可能該當公司法第 8 條第 3 項之實質董事，因而須本於公司法第 23 條第 1 項對公司負受託人責任，以及本於同條第 2 項對他人負特殊侵權責任<sup>477</sup>，而以此為基礎，或許可在一定程度上課予其考量其他利害關係人權益之義務。故本節將針對投資公司適用董監受託人責任與特殊侵權責任之可能性為詳細之討論，並指出現行法下可能面臨之障礙。

##### 第一項、公司法之相關規範

按我國公司法第 27 條第 1 項及第 2 項之規定，法人為股東時，得當選為董事或監察人，但須指定自然人代表行使職務；其亦得由代表人當選為董事或監察人，而代表人有數人時，得分別當選。故內部人型之投資公司身為所投資企業之實力股東，其若自行當選為董事或監察人，則當屬公司法第 8 條第 1 項所定之公司負責

---

<sup>477</sup> 有關公司法第 23 條第 2 項之性質，實務多認為其屬法定特別責任，而學者則多主張其為特殊侵權責任，為統一論述，本文在此採後者之見解。



人，須本於同法第 23 條之規定負有受託人責任與特殊侵權責任<sup>478</sup>。

而若投資公司是按第 2 項之規定指派代表人當選為董事或監察人，則由於此時委任關係是存在於該代表人與其擔任董監事之公司間，故應由該代表人負擔董監事之受託人責任，其背後之投資公司並不當然為公司之負責人<sup>479</sup>。惟按公司法第 8 條第 3 項之規定，公司之非董事，而實質上執行董事業務或實質控制公司之人事、財務或業務經營而實質指揮董事執行業務者，與董事同負責任。本條之目的乃在使董事之認定不拘泥於形式之名稱，令實際行使董事職權或實質控制公司經營者負擔相應之責任，以保障投資人之權益<sup>480</sup>。而在本條之架構下，可進一步細分為兩種類型，有別於法律上董事之概念，學者多將非董事而事實上有執行董事業務之外觀者稱為「事實上董事」，例如公司之總裁；而將非董事卻經常指揮公司董事，以藉此實質掌握公司營運者稱為「影子董事」，並將此二者統稱為「實質董事」<sup>481</sup>。在此規範下，投資公司雖未親自擔任董事，惟若其仍執行董事業務或藉由指揮其代表人以達實質控制公司經營之目的，則仍有可能被認定為實質董事，因而對公司負擔受託人責任。

此外，投資公司縱未依第 27 條之規定參與董事選任或執行董事業務，惟若其本於相當之持股規模而對經營階層發揮實質控制力，則仍可能該當影子董事之要件。學說上即有論者認為可將控制公司視為從屬公司之影子董事<sup>482</sup>；亦有論者認為，倘若被指揮之客體為經理人而非董事時，在我國公司董事會開會頻率不高，經理人有可能被賦予部分重大決策權力之前提下，該指揮或控制經理人者亦可能被

<sup>478</sup> 法人股東自行當選為董事或監察人時，該董監事之委任關係乃存在於法人股東與公司之間，故應由該法人股東對公司負受託人責任。參王文宇，前揭註 16，頁 220。

<sup>479</sup> 參照：經濟部(92)商字第 09202200490 號函；同前註，頁 221-222。

<sup>480</sup> 參公司法第 8 條第 3 項立法理由。

<sup>481</sup> 參劉連煜，前揭註 39，頁 142；王文宇，前揭註 16，頁 226；朱德芳(2015)，〈實質董事與公司法第 223 條—兼評最高法院 103 年度台再字第 31 號民事判決〉，《月旦民商法雜誌》，第 49 期，頁 128。

<sup>482</sup> 杜怡靜(2014)，〈對臺灣關係企業規範之若干省思—在興利與防弊之間〉，《月旦法學雜誌》，第 225 期，頁 165。



視為是影子董事<sup>483</sup>。因此，若投資公司已有實質控制經營之事實，即有可能該當公司之負責人而負相關責任，不以有親自擔任或指派代表人當選董事為必要。

而若投資公司本於上開規定被認定為公司負責人，則按公司法第 23 條第 1 項之規定，其應對所投資之企業負有忠實義務與善良管理人之注意義務，在結合公司法第 1 條第 2 項增訂公司得採行增進公共利益之行為，以善盡其社會責任之規定下，或可藉此確保投資公司有考量其他利害關係人權益之空間。而按公司法第 23 條第 2 項之規定，公司負責人對於公司業務之執行，如有違反法令致他人受有損害時，對他人應與公司負連帶賠償之責。本規定即可使利害關係人對身為公司負責人之投資公司取得直接訴權，從而要求投資公司在一定範圍內避免損及利害關係人之權益。

## 第二項、適用公司負責人責任之障礙

根據上述之分析，就內部人型之投資公司而言，雖理論上有適用公司負責人責任促使其考量利害關係人權益之空間，惟實際操作上可能面臨兩個主要的障礙，其一是在我國對實質董事概念狹隘之定義下，可能無法完整涵蓋許多有影響力之投資公司；再者，要透過公司負責人責任保障利害關係人，則必然涉及對社會責任概念之解釋，惟我國目前尚欠缺足夠之解釋基礎，以劃定利害關係人之核心利益。這些障礙將導致受託人責任與特殊侵權責任之操作面臨困難，以下即就此為詳細之探討。

### 第一款、公司負責人之範疇無法完整涵蓋投資公司

如前述，內部人型之投資公司身為所投資企業之法人股東，其若本於公司法第 27 條第 1 項之規定當選為董事或監察人，則當屬公司之負責人無疑。惟除此之外，不論其係指派代表人當選為董監事，或單純利用實力股東之影響力左右公司營運，

<sup>483</sup> 朱德芳，前揭註 481，頁 143。

其是否該當公司負責人之認定皆須仰賴對公司法第 8 條第 3 項事實上董事與影子董事概念之解釋。



而首先，就事實上董事之判斷而言，由於我國法未對「實質上執行董事業務」之具體判斷標準為說明，故有學者認為可參考本條所繼受之英國法，依行為人是否未經合法選任、是否與法律上董事立於同地位，並擔負董事職能，以及是否為公司重大決策之一份子等要素，綜合判斷其是否實質上執行董事業務<sup>484</sup>。惟亦有學者認為，在我國公司法下，原則上是由董事會掌控公司之人事、財務與業務，董事個別執行職務之情況極為罕見，故所謂「執行董事業務」，應主要係指以董事會成員之身分參與董事會決議並進行投票而言，而此種情況僅較可能出現在經股東會選任之董事在執行業務一段時間後，始發現選任程序有瑕疵之情形<sup>485</sup>，相當程度上限縮了事實上董事之適用範圍。而內部人型之投資公司雖然對所投資之企業持有一定比例之股權，惟如前述對機構投資人參與模式之分析，其實際上較少親自執行董事業務，而是利用影響力干預或控制經營決策，故較難該當事實上董事之要件，而若將事實上董事主要限縮為選任有瑕疵之情形，則更難以構成。

再者，就影子董事之判斷而論，我國法將其要件設定為必須是「實質指揮董事」且「實質控制公司之人事、財務或業務經營」者始足該當，按本條之立法理由表示：「董事的認定，不宜再依據形式上名稱，須使實際上行使董事職權，或對名義上董事下達指令者，均負公司負責人責任。因此，特引進實質董事觀念，藉以提高控制股東在法律上應負之責任」。在此條文文字與理由下，學者多認為行為人須是公司之實際經營者，並經常性且持續性地下達命令或指示，成為董事會高度依賴與行為之依據，方符影子董事之要件<sup>486</sup>。換言之，在我國對影子董事嚴格之定義下，其實

<sup>484</sup> 郭大維(2015)，〈我國公司法制對事實上董事及影子董事之規範與省思〉，《臺北大學法學論叢》，第 96 期，頁 72。

<sup>485</sup> 朱德芳，前揭註 481，頁 140-141。

<sup>486</sup> 參劉連煜，前揭註 39，頁 145-146；朱德芳，前揭註 481，頁 141；周振鋒(2014)，〈評公司法第 8 條第 3 項之增訂〉，《中正財經法學》，第 8 期，頁 48-49。

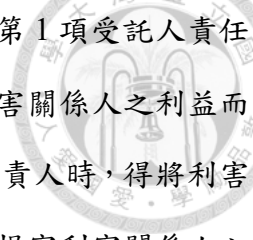
實際上較接近於控制股東之概念。而內部人型之投資公司雖對所投資企業之經營有實質影響力，但未必有達控制股東之程度，亦不見得完全掌握公司之人事與業務運作，很多情況下其僅是實力股東，並只在重大決策時進行干預，故不易構成影子董事。

綜上所述，內部人型之投資公司僅在自己當選為董事或監察人時，較易被認定為是公司負責人，惟在公司法第 27 條第 1 項與第 2 項僅能擇一行使之限制下<sup>487</sup>，如此將等於放棄指派數名代表人當選為董事之機會，且亦須負擔董事之法律責任。故不難想像，我國之投資公司將更傾向於以指派代表人當選董事之方式，或本於實力股東之地位私下干預經營決策。然而，宥於我國對事實上董事與影子董事嚴格之定義，此種運作模式之投資公司實際上不易構成公司之負責人，故有關受託人責任與特殊侵權責任之規定將無法完整涵蓋此種內部人型之投資公司。

## 第二款、社會責任之內涵模糊

其次，以公司負責人責任規範投資公司的第二個障礙在於，縱使投資公司能該當公司負責人之要件，惟我國公司法下對受託人責任與特殊侵權責任內涵之解釋是否足以保障利害關係人之權益，不無疑義。詳言之，要以此等責任促使投資公司考量利害關係人，則必然涉及對公司社會責任概念之操作，如前所述，企業之社會責任可分為裁量型社會責任與義務型社會責任，前者是使公司負責人於行為時能平衡考量利害關係人之利益，而不要求其以股東利益為唯一依歸；後者則是要求公司負責人有義務保護利害關係人之權益，而立法者可依據是否屬於利害關係人之核心利益，而選擇將其設定裁量型或義務型社會責任之範疇。而若將此概念具體落實於我國公司法之規定，則裁量型社會責任即可反映在公司法第 1 條第 2 項後段與第 23 條第 1 項之搭配解釋上，析言之，公司法第 1 條第 2 項表明公司「得採行增進公共利益之行為，以善盡其社會責任」，學者認為此即明示公司負責人得將公

<sup>487</sup> 參經濟部(87)經商字第 87223431 號函。



共利益與社會責任納入決策時之裁量範圍，故在公司法第 23 條第 1 項受託人責任之解釋上，法院即可以此為據，肯認公司負責人不因優先考量利害關係人之利益而違反受託人責任<sup>488</sup>。在此解釋下，雖確保投資公司在該當公司負責人時，得將利害關係人納入考量，惟此僅是給予其裁量空間，並未要求其應避免損害利害關係人之權益，故無法真正解決問題。

因此，要使投資公司在介入經營時有在一定範圍內確保利害關係人不受侵犯之義務，無疑更仰賴對義務型社會責任之操作。而公司法第 1 條第 2 項前段表明「公司經營業務，應遵守法令及商業倫理規範」，應可視為義務型社會責任之明文規定，在法令與商業倫理規範之範疇內，即屬利害關係人之核心利益，公司負責人有義務加以保護。其行為若侵犯該等利益，則可能構成公司法第 23 條第 2 項之「違反法令致他人受有損害」，利害關係人可據此向其請求賠償<sup>489</sup>。換言之，法院在具體涵攝本條「違反法令」之要件時，應參考公司法第 1 條第 2 項前段之規定，以確保利害關係人之核心利益不受侵害。在該等規定之適用下，固可使投資公司在該當公司負責人時有義務保障利害關係人之核心利益，惟其實際運作上之障礙在於，此處核心利益之範圍須透過「法令與商業倫理規範」加以劃定，然而，在利害關係人之利益未必有法律明文之保障下，此處之「法令與商業倫理規範」顯然是一個相當模糊之概念，導致法院在適用與解釋上呈現高度之不確定性，亦使投資公司在事前難以掌握應保障之利益範圍，這都降低了對利害關係人之保護效果。

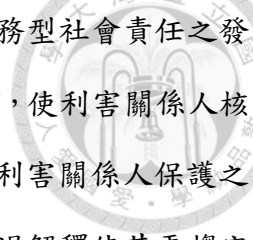
### 第三項、小結

綜上所述，針對內部人型之投資公司，要借重公司負責人之責任課予其考量利害關係人權益之義務雖不無可能，惟在現行法對實質董事嚴格之定義下，可能大幅限縮了投資公司該當公司負責人之可能性，導致受託人責任與特殊侵權責任之適

---

<sup>488</sup> 楊岳平，前揭註 180，頁 63。

<sup>489</sup> 同前註。



用範圍受限。另一方面，縱使能構成公司負責人，在我國對於義務型社會責任之發展尚未成熟，且作為判斷依據之商業倫理規範仍顯模糊之情況下，使利害關係人核心利益之範圍不易掌握，令保護之有效性存疑。故可以認為，在利害關係人保護之議題上，公司負責人責任目前能發揮之治理功能有限，惟仍有透過解釋使其更趨完善之空間，此部分本文將於政策建議中再為詳細之討論。

### **第五節、治理架構之政策建議**

根據上述分析，不論是盡職治理守則或公司負責人責任，似乎都難以有效規範投資公司之行為。因此，必須思考其他監管方法或解釋模式，以降低投資公司之短期風險。本節以下即嘗試提出可能之政策建議，以規範投資公司之治理角色。

#### **第一項、建立以投資公司為主體之盡職治理規範**

首先，本文認為一個可行的政策建議是，考慮課予一定規模以上之投資公司有制定盡職治理政策與揭露特定事項之義務。誠如前述，以盡職治理守則規範投資公司之有效性存疑，這主要歸因於守則之責任基礎與聲譽效果難以適用於投資公司，但不代表應全然放棄守則所建立之長期參與機制。詳言之，或許可以思考的是，以守則內容為參考，本於投資公司之性質課予其相應之治理報告義務，藉此發展以投資公司為主體之規範架構，以下即具體說明該架構可能之運作模式。

#### **第一款、管理單位與主管機關**

首先，針對該規範架構之管理者，本文認為同樣可由證交所負責，本於其在管理盡職治理守則上之經驗，將能有效促使一般投資公司發展長期治理之文化。而在主管機關上，本文認為仍應交由金管會負責，以在需要透過公權力確保投資公司遵循相關義務時發揮功能。而有關管理者與主管機關之具體職責，將於後續為說明。



## 第二款、規範對象

如前所述，該規範架構應以一定規模以上之投資公司為規範對象，之所以應設定規模之限制，目的是為了評估對資本市場之影響力，以排除那些單純以財務規劃為考量而設立之一人投資公司，以及其他資本規模尚不足以造成重要影響之公司。而有關一定規模之判斷，本文認為可參考主管機關於新修正之公司法第 20 條第 2 項之認定方式，以實收資本額輔以營業收入淨額，以及參加勞工保險之員工人數為標準<sup>490</sup>，藉以完整掌握投資公司之營業規模，至於實際之額度應如何設定，仍有賴對國內市場與產業特性之進一步研究。

另外，為了避免投資公司以拆分之方式規避法規義務，此處之規模應採實質判斷，將屬同一投資公司關係人之實收資本額、營業收入淨額與員工人數合併計算，而有關關係人之認定標準，可參考國內之相關規定<sup>491</sup>。

最後，為使主管機關能有效掌握投資公司之範疇與規模，本文認為有必要修正現行公司法之資訊揭露規定。詳言之，要判斷公司之投資收入占比與營業收入淨額等相關數據，有必要檢視公司之財務報表等相關財務資訊，惟現行法下僅規定主管機關得隨時派員查核或令其限期申報相關書表<sup>492</sup>，而無主動申報或揭露之規定，如此可能增加管理之困難。因此，本文認為可參考公司法全盤修正修法委員會於 2016 年曾提出之修法建議，擴大公司應向主管機關申報與揭露之資訊範圍，在考量公司之大小分級下，至少應要求公開發行公司與具有一定規模之非公開發行公司主動申報財務報表<sup>493</sup>，以達有效管理之目標。

## 第三款、責任基礎

至於該規範架構之責任基礎為何，誠如上文之分析，投資公司可能較無對資金

<sup>490</sup> 參經濟部(107)經商字第 10702425340 號函。

<sup>491</sup> 例如銀行法第 25 條之 1 即有對同一人與同一關係人為清楚之定義，可為參考依據。

<sup>492</sup> 參公司法第 20 條第 4 項。

<sup>493</sup> 參公司法全盤修正修法委員會(2016)，《公司法全盤修正修法建議》，第三部分，頁 2-38-2-41。

提供者之受託人責任問題，故本文認為可參考股東權利指令之方式，以社會責任與公共利益做為課予相關義務之正當性基礎<sup>494</sup>。也因此，在規範對象上應設定資本額之門檻，以正確捕捉可能透過短期行為損害整體經濟價值，進而對公益造成危害之投資公司。

#### 第四款、強制性質與處罰效果

由於盡職治理守則所提倡之聲譽誘因無法發揮效果，因此必須透過其他方式促使投資公司能遵循相關治理義務，故本文認為，可本於公益之基礎，將可能之規範架構設定為強制性質，確保運作之有效性。此外，亦可搭配前述之審查機制，由證交所負責審查投資公司所提交之盡職治理報告，審查不通過者，可由金管會透過行政罰鍰之方式對其施加制裁。但本於裁罰明確性之要求，可能僅能以此確保相關治理政策與揭露報告之提出，而無法用以保障該政策或揭露之質量，但本文認為這至少是一個開始，讓投資公司有機會逐漸融入盡職治理之文化中。

#### 第五款、遵循或解釋原則

而雖然本文主張對投資公司施加強制性之盡職治理義務，但如同在盡職治理守則中保留給其他機構投資者之彈性，吾人認為在此規範架構之設計上，仍應採取遵循或解釋之原則，使投資公司對於相關政策或揭露要求無法遵守時，有提出合理解釋之空間，並使主管機關能根據這些解釋發展更適合投資公司之治理規則。

#### 第六款、具體內容

最後，在規範架構之內容上，應參考盡職治理守則中所建構之各項原則，選擇合於投資公司性质者，作為具體之義務要求。惟須注意者，由於該規範架構係屬強制性質，與一般機構投資者自願簽署盡職治理守則之情形不同，故在該規範之要求上應為適度之放寬，權責單位於審查時也應採取更為寬鬆之基準，以避免造成投資

<sup>494</sup> Birkmose, *supra* note 29, at 23-24.



公司與其他機構投資人間不平等之疑慮。

詳言之，盡職治理守則之義務主要可分為政策制定義務與揭露義務兩大類別，前者包含制定盡職治理政策、利益衝突管理政策與投票政策之義務，後者則包含揭露投票情形與揭露履行盡職治理情形之義務，故在考慮以守則為參考建立針對投資公司之規範架構時，亦可區分此兩大類別為討論。首先，在政策制定義務上，本文認為仍可要求投資公司應制定一定之盡職治理政策，惟應做適當之調整與放寬。如前述之評析，盡職治理守則之政策要求應使簽署人說明其如何透過參與促進被投資公司之長期利益，換言之，簽署人應有主動基於長期價值進行參與之義務。然而，由於投資公司並非自願性的受該規範所拘束，亦無對資金提供者之受託人責任，故課予其有主動追求長期利益之義務似乎過於嚴苛，因此，本文認為該治理政策應僅要求投資公司說明其在發起參與行動時，有適當之機制或資源考量對目標公司長期價值之影響，或評估相關之利害關係人權益，但不要求其主動透過參與追求這些利益<sup>495</sup>。

而在揭露義務上，本文認為可直接參照盡職治理守則之規定，要求投資公司揭露其所進行之參與活動，包含出席股東會、行使表決權以及其他與經營層間之互動情形。其中一個可關注之層面時，應考慮要求投資公司揭露其與經營層或其他股東之間可能之私下協議，理由在於，本於機構投資者較偏好私下參與之特色，該等協議通常更能反映投資公司是以如何之方式影響經營。而由於投資公司並無吸引資金之需求，因此揭露義務之目的不在於創造聲譽壓力，而是透過這種揭露，使主管機關與可能涉及之利害關係人檢視投資公司之參與活動是否具有損害企業價值之短期疑慮，並以此判斷其是否有違反前述之政策要求，或是否應加強關注。

---

<sup>495</sup> 另須注意的是，盡職治理守則中有關履行對客戶或受益人之責任，或是確保利益衝突時以客戶為優先等部分，本於投資公司之性質應不適合做為參考。





## 第二項、透過解釋補充公司負責人責任之範圍與內涵

在針對具有一定規模之投資公司建立盡職治理之規範架構後，若投資公司對特定企業之影響力已達內部人之程度，本文認為可透過補充解釋公司負責人責任之方式，另使其須負擔公司法第 23 條之受託人責任與特殊侵權責任，以完整保護利害關係人之權益。此種責任之對象將主要以內部人型之投資公司為主，但亦不排除投資人型之投資公司適用。而如前述，現行法下適用公司負責人責任之障礙在於，實質董事之定義過於狹隘，以及社會責任之內涵不明，故本文以下將就此提出可能之解決方案。

### 第一款、擴大實質董事之認定範圍

誠如前述，我國公司法將事實上董事定義為有實際執行董事業務之人，並將影子董事解釋為接近控制股東之情形，大幅限縮了投資公司該當公司負責人之可能性。惟有關實質董事之認定並非沒有爭論，有學者認為，鑑於英國實務上對影子董事之認定並不須達到控制公司人事、財務與業務之程度，而僅須對公司事務為經常性之指導，從而對董事會有實質影響力者，即可被視為影子董事，故可知其規範目的乃在使隱身於公司董事背後而經常對董事下達指令之人負擔相應之責任，而此不必然意味著該行為人有達控制公司經營之程度，因此，只要行為人透過經常性之指導而對公司營運有實質之影響力，即可能該當影子董事<sup>496</sup>。惟如此解釋不免與公司法第 8 條第 3 項之文義相悖，因此另有學者試圖透過案例法下對實質董事概念之闡釋，以擴張其適用範圍。詳言之，在公司法第 8 條第 3 項增訂之前，我國實務上即有若干判決透過對法理與衡平法則之解釋推導出實質董事之概念，而此實質董事之範圍較現行公司法第 8 條第 3 項之定義為寬，有法院認為，就公司經營有重大或實質影響力者即可該當實質董事，亦不要求其以有實際執行董事業務為必

<sup>496</sup> 郭大維，前揭註 484，頁 72-73。

要<sup>497</sup>。而公司法第 8 條第 3 項之增訂，似非以限縮實務上實質董事之概念為目的，而是希望藉此增加控制股東之責任，故應無必要將未明文化之實質董事類型予以排除<sup>498</sup>。換言之，在實質董事之認定上，除可依公司法第 8 條第 3 項之要件為判斷外，亦應可參考實務上所建立之實質董事概念，以重大或實質影響力為基準，以及是否有實際執行董事業務等因素綜合判斷之。

在此判準下，投資公司即使未親自行使董事職務，或未達控制股東之程度，仍可能因對所投資企業之董事會有實質影響力而被視為實質董事，而須負擔公司負責人之責任，故可較完整地涵蓋投資公司之範圍。惟須注意者，由於公司負責人之法定責任較為嚴苛，認定上應更為嚴謹，故本文認為，就此實質影響力之判斷應至少達到相當於內部人之程度，且仍須是經常性地干預經營<sup>499</sup>，方可該當實質董事之概念，若其僅是廣泛投資型之投資公司或僅偶爾介入經營決策，則仍不宜被視為公司負責人。

## 第二款、補充解釋義務型社會責任之判斷基礎

接著，如前所述，適用公司負責人責任之第二個障礙在於，現行法下對義務型社會責任範圍之認定並不明確，導致法院與行為人均難以判斷何種利益屬於利害關係人之核心利益，而應加以保護。就此，除了少數法律明文規定之利益外，重點在於公司法第 1 條第 2 項前段之「法令與商業倫理規範」應如何認定，有學者認為，其似可解釋為公司負責人應推動包含法令遵循機制、內部控制制度與風險管理等內部自律規範或行為準則，來落實國內外之法令與軟法<sup>500</sup>。亦有學者觀察法院之實務發展，指出可以參考產業公會之商業慣例或是公司自行公布之社會責任報告

<sup>497</sup> 參最高法院 103 年台上字第 736 號判決、臺灣高等法院 96 年矚上重訴字第 20 號判決。

<sup>498</sup> 楊岳平(2018)，〈公營事業部分民營化後公股股權之管理—論政府股東於民營化事業的公司治理角色〉，《財產法暨經濟法》，第 51 期，頁 143-147。

<sup>499</sup> 有關影子董事應具備「經常性」影響經營之要件為多數學者之共識，可參：劉連煜，前揭註 39，頁 146；朱德芳，前揭註 481，頁 141；周振鋒，前揭註 486，頁 49；郭大維，前揭註 484，頁 72-73。

<sup>500</sup> 蔡昌憲(2018)，〈從公司法第一條修正談公司治理之內外部機制—兼論企業社會責任的推動模式〉，《成大法學》，第 36 期，頁 135-136。

書與其他社會承諾，以具體化利害關係人應受保護之核心利益<sup>501</sup>。

在此基礎下，有鑑於投資公司屬於機構投資人之範疇，本文認為應可以我國之機構投資人盡職治理守則作為公司法第 1 條第 2 項之「法令與商業倫理規範」，並搭配前述以 SASB 之永續發展會計準則具體化守則長期價值之方式，針對不同類型之企業，將該準則所揭示之重要長期要素認定為利害關係人之核心利益。詳言之，若將盡職治理守則認定為義務型社會責任下之法令或商業倫理規範，則在守則所規範之範圍內，公司負責人即應保護利害關係人之利益不受侵害，惟此可能面臨之問題在於，守則所揭示之長期價值仍然不是一個足夠具體之概念，故本文認為，可按照前述之建議，參考 SASB 之準則具體化長期價值之內涵，並藉此認定利害關係人核心利益之範圍。舉例而言，若投資公司所投資之企業為半導體產業，則參考 SASB 準則之內容，可知其應特別著重於能源管理、廢棄物管理與原料來源控管等長期項目<sup>502</sup>，故得以此作為利害關係人之核心利益，當該投資公司被視為公司負責人時，其即有義務確保該等利益不受侵害。透過這樣的補充解釋，即可使法院與公司負責人在核心利益之認定上有更明確之標準，藉以為利害關係人提供更完善之保護。

### 第三項、小結

綜上所述，在有關投資公司治理架構之政策建議上，本文認為可透過「公司規模」與「實質影響力」之標準，分別建立對投資公司之規範架構，以形成完善之監管體系，確保利害關係人之權益不受侵害。析言之，針對具一定資產規模之投資公司，本文認為可參考盡職治理守則之內容建立以投資公司為主體之治理規範，而要求其應有適當之機制或資源考量利害關係人之權益，並應揭露對被投資公司之參與情形，但不課予其有主動追求這些利益之義務。惟在投資公司經常性地對所投資

<sup>501</sup> 楊岳平，前揭註 180，頁 78-81。

<sup>502</sup> Sustainability Accounting Standards Board(“SASB”), SASB Materiality Map®, [https://materiality.sasb.org/?source=post\\_page-----813100d9954f-----](https://materiality.sasb.org/?source=post_page-----813100d9954f-----) (last visited Nov. 30, 2019).



企業發揮相當於內部人之實質影響力時，則可透過對實質董事範圍之擴張解釋，以及具體化義務型社會責任內涵之方式，課予其公司負責人之責任，而使其有義務保障利害關係人之核心利益。

在此體系之操作下，若投資公司具備相當之資產規模，但並未以內部人方式實質影響企業經營，則僅須負擔一定之說明與揭露義務，證明其有將利害關係人之權益納入考量；但若投資公司以相當於內部人之程度經常性地影響特定企業之運作，則不論其規模如何，皆應有義務確保該公司利害關係人之核心利益不受侵犯。

【表二】投資公司治理架構之建議

	條件	適用規範	規範內容
投資公司 (內部人型、投資人型)	一定規模以上	以投資公司為主體之盡職治理規範	應說明如何考量利害關係人之利益，並揭露參與情形
	經常性行使相當於內部人之實質影響力	公司負責人之責任	應確保利害關係人之核心利益不受侵犯

資料來源：作者自製



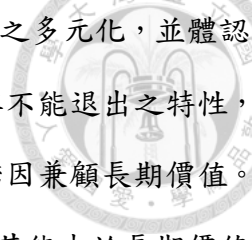
## 第七章、結論

本文透過對公司治理法制發展之回顧，點出機構投資者近年來在資本市場之崛起，以及各國立法者傾向鼓勵其參與公司經營，以促進長期價值之政策趨勢。在此一趨勢下，本文提出並試圖回答兩個關鍵問題。第一，機構投資者在現代化之市場結構中，所能扮演之公司治理角色為何，其是否能調和利害關係人保護與股東利益之潛在衝突；第二，若能肯定機構投資者之治理角色，則其在實際參與上可能遭遇什麼障礙，而我國之現行法制是否足以應對，以發揮機構投資者應有之治理功能。最後，針對現行規範之不足，本文提出可能之政策建議，以期完善我國之機構投資人治理架構。本文具體之研究結論如下：

首先，在對機構投資者之概念為界定後，本文調查了目前我國資本市場之結構，發現我國投資人之類型有逐漸法人化之態勢。在此背景下，機構投資者之市場占比亦逐年提高，本於其可能利用發聲與退出之方式影響公司決策，機構投資人之治理問題已然成為我國公司法發展不可忽視之領域。

接著，本文試圖透過對公司治理目的與手段的重新思考，以掌握機構投資者之公司治理定位。本於對公司本質之不同理解，公司治理最終形成股東優先原則與利害關係人理論之論辯。藉由對其論據與批評之分析，本文認為不論何者皆有未盡完善之處，股東優先原則雖有利於經營效率，但可能在論理上站不住腳，利害關係人理論雖較為正當，卻可能加劇代理問題。而透過將公司治理目的與手段脫鉤觀察，吾人提出折衷之治理方式為，以股東之長期價值作為治理目的，並配合相關法規保護與股東長期利益不一致之利害關係人權益。並透過強調股東之監督角色，作為公司治理之手段。

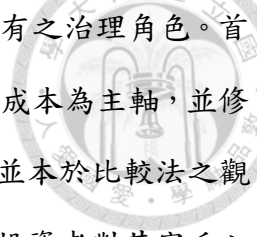
然而，上述折衷治理模式之困難在於，股東不一定會本於長期利益監督經營決策。但本文指出，機構投資者能成為該折衷治理模式之最佳實踐者，其一方面本於



持股規模與專業知識，有能力進行監督。另一方面，由於其投資之多元化，並體認到各種非財務資訊所能帶來的投資優勢，以及良好聲譽之需求與不能退出之特性，使不論何種類型之機構投資者比起散戶股東，均有更大程度之誘因兼顧長期價值。故本文認為，得以此作為機構投資者之公司治理定位，亦即期待其能本於長期價值督促被投資公司之經營者考量其他利害關係人之權益。

確定機構投資者之治理角色後，本文接著指出機構股東之參與可能面臨被動性與短期主義之障礙。就被動性問題而言，透過對其成因與反面論點之評析，並調查了我國機構投資者之參與情形後，本文提出以下論點：第一，在投資管理人中，被動型投資管理人較可能在治理參與上呈現消極之態度，主動型投資管理人則較為積極，但其在我國並不發達，而在我國之資產擁有人中，除一般投資公司可能較為積極外，其他金融機構由於相關法規之限制，導致其亦普遍具有被動性之特徵；第二，由於我國金融機構受到一定程度之持股限制與中立性要求，加上缺少主動型投資管理人之競爭，導致我國之機構投資人可能更顯被動；第三，在機構投資者有限之參與中，可發現其參與程度視治理議題之不同而有差異，其普遍對低成本且有助於改善整體產業發展之治理問題較為積極，對於高成本且涉及公司內部層面之問題則較不感興趣，故機構投資者可能更適合推行整體市場範圍之治理政策；第四，比起公開行使股東權，機構投資者似乎更傾向以私下參與之方式影響公司經營；第五，機構投資者與行動主義股東間可能存在一定程度之互利關係，這可能降低機構投資者之參與成本，從而使其發揮更大之影響力。而就短期主義問題而言，本文同樣透過對其成因與反面論點之評析，指出短期問題確實是當代公司治理必須正視之威脅。而進一步聚焦於機構投資者之短期疑慮後，本文認為避險基金、私募基金、共同基金與我國之一般投資公司均具有可能之短期風險。

最後，有鑑於我國之機構投資者係以被動型投資管理人與一般投資公司為主要類型，且後者之規範較為缺乏，故本文著重於就此二類機構提出治理架構之分析



與建議，以克服前開之被動性與短期主義問題，並促進其實踐應有之治理角色。首先，就被動型投資管理人部分，在指出其政策方向應以降低參與成本為主軸，並修正可能之短期偏離後，本文評估了現行規範之成效與不足之處，並本於比較法之觀察，就以下方面提出政策建議：第一、本文認為應重新詮釋機構投資者對其客戶之受託人責任內涵，將客戶之最大利益導向長期價值，並輔以公共利益建構適當之責任基礎；第二，可就我國之機構投資人盡職治理守則進行若干修正，包含將長期價值之概念體現在具體原則中、明定各原則下簽署人應揭露之內容並指定內部與外部機關加以審核、建立與資金提供者之交流管道，以及鼓勵簽署人在選擇投資標的時將長期要素納入考量；第三，應建立評估機構投資者治理表現之評鑑機制，以供社會大眾檢驗；第四，應課予未遵守守則規定之機構投資者一定程度之處罰效果，包含從簽署名單中除名或是列為政府基金拒絕委託之對象；第五，應建立有助於降低被動型投資管理人參與成本之治理政策，包含使被投資公司主動揭露長期資訊，或是建立機構投資者間之交流平台。

至於一般投資公司部分，在指出其治理政策之方向應著重於降低潛在之短期風險，並保護利害關係人之權益後，本文表明，若要透過盡職治理守則或公司負責人責任加以規範，雖解釋上並無不可，但成效可能有限。故本文另提出以下之政策建議：第一，應可參考盡職治理守則之內涵，課予具有一定規模之投資公司制定治理政策與揭露特定事項之義務，以建立一套以投資公司為主體之治理規範，並透過行政罰鍰等方式確保其履行；第二，應可透過擴大實質董事之認定範圍，並補充義務型社會責任之判斷基準，以將具實質影響力之投資公司視為公司負責人，從而要求其應確保利害關係人之核心利益不受侵犯。希冀能藉由這兩套規範架構，建立對投資公司完整之監管體系。

透過上開分析與建議，本文期望能在市場結構逐漸朝向機構化之變動中，為機構投資者之定位提供更清楚之輪廓，除能以此作為鼓勵機構參與之藍圖外，亦希望

我國在制定相關治理政策時，能更全面性地意識到各類機構投資者蘊含之風險並加以修正。期能藉此為我國盡職治理文化之發展與利害關係人權益之保護略盡綿薄之力。







## 參考文獻

### (一) 中文部分

#### 專書

王文宇(2018)，《公司法論》，六版，臺北：元照。

王文宇(等著)(2016)，《金融法》，九版，臺北：元照。

王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁(2013)，《實用證券交易法》，三版，臺北：新學林。

方嘉麟(等著)(2018)，《變動中的公司法制：十七堂案例學會公司法》，臺北：元照。

台灣金融研訓院編輯委員會(2008)，《信託業務入門及解析》，臺北：財團法人台灣金融研訓院。

余雪明(2000)，證券交易法，臺北：財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會。

吳當傑(2004)，《公司治理理論與實務》，臺北：財團法人孫運璿學術基金會。

易明秋(2007)，《公司治理法制論》，臺北：五南。

柯芳枝(2012)，《公司法論(上)》，八版，臺北：三民。

陳春山(2008)，《證券交易法論》，九版，臺北：五南。

陳春山(2013)，《公司治理法治及實務前瞻》，二版，臺北：新學林。

陳民強、詹致瑋(2017)，〈私募股權基金的架構及運作〉，收於：黃日燦(編)，《私募股權基金剖析：從國際到台灣本土》，頁 37-77，臺北：台灣併購與私募股權協會。

楊岳平(2011)，《公司治理與公司社會責任 企業併購下股東、債權人、員工、投資人之保護》，臺北：元照。



葉銀華(2017)，《公司治理：全球觀點、台灣體驗》，二版，臺中：滄海。

劉連煜(2018)，《現代公司法》，十三版，臺北：新學林。

劉連煜(1995)，《公司監控與公司社會責任》，臺北：五南。

### 期刊論文

王文宇(2018)，〈創投、私募與共同基金—法律架構停看聽〉，《會計研究月刊》，第388期，頁46-51。

王文宇(2009)，〈私募股權基金與有限合夥／日無私照—論私募股權基金的蛻變〉，《台灣法學雜誌》，第128期，頁13-31。

王育慧(2007)，〈機構投資人促進公司治理法制之研究〉，《財產法暨經濟法》，第11期，頁69-103。

王育慧(2007)，〈機構投資人股東權之行使—以公司治理為中心〉，《政大法學評論》，第97期，頁137-209。

方元沂(2019)，〈從企業社會責任到社會企業—論公司型社會企業的發展〉，《臺灣財經法學論叢》，第1卷第1期，頁133-168。

方元沂(2018)，〈引入企業社會責任概念—應納入建立公司型社會企業制度〉，《月旦法學雜誌》，第275期，頁58-66。

方元沂(2011)，〈私募股權基金與公司治理—以美國併購型私募股權基金為研究中心〉，《華岡法粹》，第49期，頁177-202。

朱德芳(2015)，〈實質董事與公司法第223條—兼評最高法院103年度台再字第31號民事判決〉，《月旦民商法雜誌》，第49期，頁126-158。

李懿洋(2016)，〈從薪酬監督外部治理看機構投資人之盡責管理〉，《會計師季刊》，



第 268 期，頁 67-74。

杜怡靜(2014)，〈對臺灣關係企業規範之若干省思－在興利與防弊之間〉，《月旦法學雜誌》，第 225 期，頁 147-166。

吳志豪(2019)，〈新修正公司法面對之監理挑戰－以實質受益人或控制權人條款為中心〉，《華岡法粹》，第 67 期，頁 207-244。

周振鋒(2019)，〈論公司社會責任與公司慈善捐贈〉，《臺灣財經法學論叢》，第 1 卷第 1 期，頁 199-240。

周振鋒(2014)，〈美國 Say-on-pay 制度介紹與引進可行性之分析〉，《政大法學評論》，第 137 期，頁 217-266。

周振鋒(2014)，〈評公司法第 8 條第 3 項之增訂〉，《中正財經法學》，第 8 期，頁 1-70。

易明秋(2008)，〈私募基金管理初探－從美國法觀察台灣制度之發展〉，《東吳法律學報》，第 20 卷第 1 期，頁 237-281。

林黎華(2012)，〈避險基金與公司治理〉，《法令月刊》，第 63 卷第 2 期，頁 81-110。

林黎華(2012)，〈美國避險基金之研究〉，《輔仁法學》，第 43 期，頁 397-480。

林仁光(2011)，〈公司法第二十七條法人董監事制度存廢之研究〉，《國立臺灣大學法學論叢》，第 40 卷第 1 期，頁 253-350。

林暉程、吳語涵(2019)，〈從英國實務之發展檢討分析我國機構投資人盡職治理守則之改革方向〉，《萬國法律》，第 225 期，頁 109-122。

陳豐年(2016)，〈臺灣「機構投資人盡責管理守則」草案引進英國善盡管理守則(the UK Stewardship Code)之意見〉，《全國律師》，第 20 卷 11 期，頁 85-95。



- 陳彥良(2019)，〈德國公司社會責任與永續發展原則之建構—兼論台灣相關實務〉，《臺灣財經法學論叢》，第 1 卷第 1 期，頁 99-131。
- 郭土木(2009)，〈境內外私募基金管理規範之探討—以避險基金及股權基金為中心〉，《全國律師》，第 13 卷 4 期，頁 4-23。
- 郭大維(2015)，〈我國公司法制對事實上董事及影子董事之規範與省思〉，《臺北大學法學論叢》，第 96 期，頁 45-83。
- 黃銘傑(2015)，〈2014 年公司法與證券交易法發展回顧〉，《國立臺灣大學法學論叢》，第 44 卷特刊，頁 1567-1596。
- 黃正忠、林泉興、王竣弘(2018)，〈2018 CSR/ESG 全球與臺灣風向觀測〉，《會計研究月刊》，第 386 期，頁 52-57。
- 彭德明(2007)，〈避險基金的運作及其對系統性危機的涵義〉，《中央銀行季刊》，第 29 卷第 4 期，頁 47-68。
- 楊岳平(2018)，〈評析公司法修正對股東行動主義的影響〉，《月旦裁判時報》，第 76 期，頁 63-71。
- 楊岳平(2019)，〈新公司法與企業社會責任的過去與未來—我國法下企業社會責任理論的立法架構與法院實務〉，《中正財經法學》，第 18 期，頁 43-91。
- 楊岳平(2019)，〈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，頁 89-134。
- 楊岳平(2018)，〈公營事業部分民營化後公股股權之管理—論政府股東於民營化事業的公司治理角色〉，《財產法暨經濟法》，第 51 期，頁 113-164。
- 葉銀華(2002)，〈透過實踐股東行動主義健全公司治理機制〉，《會計研究月刊》，第 205 期，頁 14-16。



蔡英欣(2019)，〈公司社會責任與股東利益最大化原則—以日本法為中心〉，《臺灣財經法學論叢》，第 1 卷第 1 期，頁 169-197。

蔡昌憲(2018)，〈從公司法第一條修正談公司治理之內外部機制—兼論企業社會責任的推動模式〉，《成大法學》，第 36 期，頁 89-153。

鄧學修(2008)，〈美國退休基金機構參與公司治理之探討〉，《經濟研究年刊》，第 8 期，頁 273-297。

賴英照(2007)，〈公司治理：為誰而治理？為何而治理？〉，《萬國法律》，第 155 期，頁 2-15。

賴英照(2007)，〈從尤努斯到巴菲特—公司社會責任的基本問題〉，《臺灣本土法學雜誌》，第 93 期，頁 150-180。

蘇怡慈，〈股東優位主義與企業社會責任實踐之實證研究〉，《臺灣財經法學論叢》，第 1 卷第 1 期，頁 241-262。

### 學位論文

林惠美(1995)，《證券投資信託事業之發展與我國基金定型化契約及投資人保護關係研究》，私立東吳大學法律學研究所碩士論文。

吳俊源(2007)，《從公司治理之觀點探討股東提案權制度》，國立中正大學財經法律研究所碩士論文。

### 其他

Robert G. Eccles(著)，陳佳穎(譯)(2018)，〈誰說投資人總是短視近利！Why an Activist Hedge Fund Cares Whether Apple's Devices Are Bad for Kids〉，《Harvard Business Review》，載於：[https://www.hbrtaiwan.com/article\\_content\\_AR0007817.html](https://www.hbrtaiwan.com/article_content_AR0007817.html)。



## (二) 英文部分

### 專書

BAINBRIDGE, STEPHEN M. (2002), CORPORATION LAW AND ECONOMICS.

BRATTON, WILLIAM W. & MCCAHERY, JOSEPH A. (eds.) (2015), INSTITUTIONAL INVESTOR  
ACTIVISM : HEDGE FUNDS AND PRIVATE EQUITY, ECONOMICS AND REGULATION.

EASTERBOOK, FRANK H. & FISCHEL, DANIEL R. (1991), THE ECONOMIC STRUCTURE OF  
CORPORATE LAW.

FREEMAN, R EDWARD (1984), STRATEGIC MANAGEMENT : A STAKEHOLDER APPROACH.

### 期刊論文

Ajibo, Collins C. (2014), *A Critique of Enlightened Shareholder Value: Revisiting the  
Shareholder Primacy Theory*, 2 BIRKBECK LAW REVIEW 37.

Anabtawi, Iman & Stout, Lynn (2008), *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, 60  
STANFORD LAW REVIEW 1255.

Appel, Jan et al. (2016), *Passive Investors, Not Passive Owners*, 121 JOURNAL OF  
FINANCIAL ECONOMICS 111.

Bainbridge, Stephen M. (2006), *The Case for Limited Shareholder Voting Rights*, 53  
UCLA LAW REVIEW 601.

Bainbridge, Stephen M. (2003), *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate  
Governance*, 97 NORTHWESTERN UNIVERSITY LAW REVIEW 547.

Bebchuk, Lucian A. et al. (2010), *The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear  
Stearns and Lehman 2000-2008*, 27 YALE JOURNAL ON REGULATION 257.

Bebchuk, Lucian A. (2005), *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 HARVARD LAW REVIEW 833.

Bebchuk, Lucian A. et al. (2017), *The Agency Problems of Institutional Investors*, 31 JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES 89.

Bebchuk, Lucian A. et al. (2015), *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, 115 COLUMBIA LAW REVIEW 1085.

Bebchuk, Lucian A. (2013), *The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value*, 113 COLUMBIA LAW REVIEW 1637.

Berle, A. A. Jr. (1932), *For Whom Corporate Managers are Trustee*, 45 HARVARD LAW REVIEW 1365.

Berle, A. A. Jr. (1931), *Corporate Powers as Powers in Trust*, 44 HARVARD LAW REVIEW 1049.

Birkmose, Hanne S. (2018), *Forcing Shareholder Engagement – Theoretical Underpinning and Political Ambitions*, 29 EUROPEAN BUSINESS LAW REVIEW 613.

Birkmose, Hanne Sondergaard (2014), *European Challenges for Institutional Investor Engagement - Is Mandatory Disclosure the Way Forward*, 11 EUROPEAN COMPANY AND FINANCIAL LAW REVIEW 214.

Cheffins, Brian R. (2009), *Did Corporate Governance Fail during the 2008 Stock Market Meltdown - The Case of the S&P 500*, 65 BUSINESS LAWYER 1.

Cheffins, Brian R. (2010), *The Stewardship Code's Achilles' Heel*, 73 MODERN LAW REVIEW 1004.

Chiu, Iris & Katelouzou, Dionysia (2017), *Making a Case for Regulating Institutional Shareholders' Corporate Governance Roles* (King's College London Law School,

Research Paper No. 2017-13).

Chiu, Iris & Katelouzou, Dionysia (2016), *From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe?* (Nordic & European Company Law, Working Paper No. 18-10).

Coffee, John C. Jr. & Palia, Darius (2016), *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, 41 JOURNAL OF CORPORATION LAW 545.

Cremers, Martijn et al. (2017), *Activist Hedge Funds and the Corporation*, 94 WASHINGTON UNIVERSITY LAW REVIEW 261.

Cremers, K.J. Martijn & Sepe, Simone M. (2018), *Institutional Investors, Corporate Governance, and Firm Value*, 41 SEATTLE UNIVERSITY LAW REVIEW 387.

Dallas, Lynne L. (2012), *Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, 37 JOURNAL OF CORPORATION LAW 265.

DeMott, Deborah A. (2007), *Disloyal Agents*, 58 ALABAMA LAW REVIEW 1048.

de Fontenay, Elisabeth (2018), *The Myth of the Ideal Investor*, 41 SEATTLE UNIVERSITY LAW REVIEW 425.

Dodd, E. Merrick Jr. (1932), *For Whom are Corporate Managers Trustee*, 45 HARVARD LAW REVIEW 1145.

Edmans, Alex & Holderness, Clifford G. (2016), *Blockholders: A Survey of Theory and Evidence* (European Corporate Governance Institute (ECGI) – Finance, Working Paper No. 475).

Elhauge, Einer (2016), *Horizontal Shareholding*, 129 HARVARD LAW REVIEW 1267.

Fenwick, Mark & Vermeulen, Erik P. M. (2018), *Institutional Investor Engagement: How to Create a 'Stewardship Culture'* (Lex Research Topics in Corporate Law &





Economics Working Paper No. 2018-1).

Fichtner, Jan et al. (2017), *Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk*, 19 BUSINESS AND POLITICS 298.

Fisch, Jill E. et al. (2019), *The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors* (U of Penn, Inst for Law & Econ, Research Paper No. 18-12).

Gilson, Ronald J. & Gordon, Jeffrey N. (2015), *Agency Capitalism: Further Implications of Equity Intermediation*, in RESEARCH HANDBOOK ON SHAREHOLDER POWER 33 (Jennifer G. Hill & Randall S. Thomas ed.).

Hainsworth, Anthony (2007), *The Shareholder Rights Directive and the Challenge of Re-Enfranchising Beneficial Shareholders*, 1 LAW AND FINANCIAL MARKETS REVIEW 11.

Hansmaan, Henry & Kraakman, Reinier (2001), *The End of History for Corporate Law*, 89 GEORGETOWN LAW JOURNAL 439.

Hawley, Jim & Lukomnik, Jon (2018), *The Long and Short of It: Are We Asking the Right Questions: Modern Portfolio Theory and Time Horizons*, 41 SEATTLE UNIVERSITY LAW REVIEW 449.

Hill, Claire A. (2018), *An Identity Theory of the Short- and Long-Term Investor Debate*, 41 SEATTLE UNIVERSITY LAW REVIEW 475.

Hill, Jennifer G. (2018), *Good Activist/Bad Activist: The Rise of International Stewardship Codes*, 41 SEATTLE UNIVERSITY LAW REVIEW 497.

Hirst, Scott (2018), *The Case for Investor Ordering*, 8 HARVARD BUSINESS LAW REVIEW 227.

Ho, Virginia Harper (2010), *Enlightened Shareholder Value: Corporate Governance beyond the Shareholder-Stakeholder Divide*, 36 JOURNAL OF CORPORATION LAW 59.

Horrigan, Bryan (2002), *Fault Lines in the Intersection Between Corporate Governance and Social Responsibility*, 25 UNIVERSITY OF NEW SOUTH WALES LAW JOURNAL 515.

Jensen, Michael C. (2010), *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, 22:1 JOURNAL OF APPLIED CORPORATE FINANCE 32.

Kennard, Alan L. (2003), *The Hedge Fund versus the Mutual Fund*, 57 TAX LAWYER 133.

Lund, Dorothy S. (2018), *The Case Against Passive Shareholder Voting*, 43 JOURNAL OF CORPORATION LAW 493.

Martinez-Echevarria y Garcia de Dueñas, Alfonso (2016), *The Nature of Shareholding and Regulating Shareholders' Duties* (Nordic & European Company Law Working Paper No. 18-08).

Moore, M. T. & Walker-Arnott, E. (2014), *A Fresh Look at Stock Market Short Termism*, 41 JOURNAL OF LAW AND SOCIETY 416.

Moore, Marc T. (2009), *Whispering Sweet Nothings: The Limitations of Informal Conformance in UK Corporate Governance*, 9 JOURNAL OF CORPORATE LAW STUDIES 95.

Mulbert, Peter O. (2010), *Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis—Theory, Evidence, Reforms* (European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 151)

Paccès, Alessio M. (2017), *Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive* (European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law, Working Paper No. 353).

Passador, Maria Lucia & Riganti, Federico (2017), *Shareholders' Rights in Agency Conflicts: Selected Issues in the Transatlantic Debate*, 42 DELAWARE JOURNAL OF CORPORATE LAW 569.



Pearson, Thomas C. & Pearson, Julie Lin (2007), *Protecting Global Financial Market Stability and Integrity: Strengthening SEC Regulation of Hedge Funds*, 33 NORTH CAROLINA JOURNAL OF INTERNATIONAL LAW AND COMMERCIAL REGULATION 1.

Rahim, Mia Mahmudur (2011), *The Stakeholder Approach to Corporate Governance and Regulation: An Assessment*, 8 MACQUARIE JOURNAL OF BUSINESS LAW 304.

Reisberg, Arad (2015), *The UK Stewardship Code: On the Road to Nowhere*, 15 JOURNAL OF CORPORATE LAW STUDIES 217.

Roe, Mark J. (2018), *Stock Market Short-Termism's Impact*, 167 UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA LAW REVIEW 71.

Sappideen, Razeen (2011), *Focusing on Corporate Short-Termism*, 2011 SINGAPORE JOURNAL OF LEGAL STUDIES 412.

Sheehy, Benedict (2005), *Scrooge - The Reluctant Stakeholder: Theoretical Problems in the Shareholder-Stakeholder Debate*, 14 UNIVERSITY OF MIAMI BUSINESS LAW REVIEW 193.

Strampelli, Giovanni (2018), *Are Passive Index Funds Active Owners: Corporate Governance Consequences of Passive Investing*, 55 SAN DIEGO LAW REVIEW 803.

Strampelli, Giovanni (2017), *Knocking at the Boardroom Door: A Transatlantic Overview of Director-Institutional Investor Engagement in Law and Practice*, 12 VIRGINIA LAW AND BUSINESS REVIEW 187.

Steinberg, Elaine (1997), *The Defects of Stakeholder Theory*, 5 CORPORATE



GOVERNANCE: AN INTERNATIONAL REVIEW 3.

Sørensen, Karsten Engsig (2017), *Shareholders' Duty to Disclose* (Nordic & European Company Law Working Paper No. 18-04).

Tan, Zhong Xing (2014), *Stewardship in the Interests of Systemic Stakeholders: Re-Conceptualizing the Means and Ends of Anglo-American Corporate Governance in the Wake of the Global Financial Crisis*, 9 JOURNAL OF BUSINESS & TECHNOLOGY LAW 169.

Tucker, Anne (2018), *20/20 Vision in the Long & Short-Termism Debate*, 41 SEATTLE UNIVERSITY LAW REVIEW 337.

Verstein, Andrew (2018), *Wrong-Termism, Right-Termism, and the Liability Structure of Investor Time Horizons*, 41 SEATTLE UNIVERSITY LAW REVIEW 577.

Williams, Richard (2012), *Enlightened Shareholder Value in UK Company Law*, 35 UNIVERSITY OF NEW SOUTH WALES LAW JOURNAL 360.

Wood, David (2002), *Whom Should Business Serve?*, 14 AUSTRALIAN JOURNAL OF CORPORATE LAW 262.

Zetsche, Dirk (2008), *Shareholder Passivity, Cross-Border Voting and the Shareholder Rights Directive*, 8 JOURNAL OF CORPORATE LAW STUDIES 289.

Zhao, Jingchen (2014), *The Curious Case of Stakeholder Theory: Calling for a More Realistic Theory*, 17 INTERNATIONAL TRADE AND BUSINESS LAW REVIEW 1.