

## 【實務新知】

# 從國際趨勢看我國在地化投票顧問機構設置 ——借鏡亞太區國家

陳恩儀（證券暨期貨市場發展基金會研究員）

林聖傑（證券暨期貨市場發展基金會助理研究員）

## 壹、緣起

自二十世紀 80 年代開始，機構投資人漸以股東身分發揮影響力，透過「股東行動主義」（Shareholder Activism）向公司經營階層提出策略或經營面訴求。然而，當機構投資人（即資產管理者，Asset Manager）之投資組合分散而持有多家公司股票，無法就各投資組合公司之股東會議案逐一詳加研究，使機構投資人難以履行對資金提供者（即資產所有者，Asset Owner）之受託義務，遂產生投票顧問機構（Proxy Advisor），透過投票顧問機構研究，取得作成投票決定所需資訊，因此，機構投資人相當倚賴投票顧問機構之議案投票建議。

投票顧問機構肇始於美國且高度集中，Institutional Shareholder

Services (ISS) 市占最高，Glass Lewis 次之，兩者合計市占超過九成，因此美國上市公司對其二者意見甚為重視。ISS 及 Glass Lewis 近年亦關注環境、社會及治理等 ESG 與永續相關議題，並著力於促進董事會組織之多樣性等，故投票顧問機構的存在可強化公司治理環境，並在盡職治理產業鏈中逐步展現其重要性。

雖然目前國際投票顧問服務市場主要集中於 ISS 及 Glass Lewis，然亞洲各主要國家亦逐漸發展在地之投票顧問機構，如印度、澳洲、馬來西亞、韓國等，前述在地投票顧問機構成立運作至少 10 年以上，依成立背景、宗旨及市場需求等考量，在體制設計上呈現不同發展。亞洲公司治理協會 (ACGA) 每兩年針對亞洲地區 12 個國家在公司治理不同構面進行評分，2020CG Watch 在投資人構面，有一指標項目：「當地是否有投票顧問機構營運？」，其中澳洲、印度被評為 5 分，表現最為優異，惟我國、印尼、香港、菲律賓等地區 / 國家，因無設置在地化投票顧問機構而未得分。

事實上，我國對公司治理推動不遺餘力，金管會業於 2022 年 3 月 3 日發布「上市櫃公司永續發展路徑圖」，為推動企業積極實踐永續發展，日前 (2023.3.28) 甫公布「上市櫃公司永續發展行動方案 (2023 年)」，以「治理」、「透明」、「數位」與「創新」四大主軸，建構五大面向：「一、引領企業淨零」、「二、深化企業永續治理文化」、「三、精進永續資訊揭露」、「四、強化利害關係人溝通」與「五、推動 ESG 評鑑及數位化」，其中第四面向的推動措施之一，即為研議設立投票顧問機構之可行性。

鑒於外資持有我國發行公司比例逐漸提高，國際投票顧問機構對我國發行公司之影響力也隨之提升，而在地投票顧問機構的設置，可針對國內特殊的股東會實務作出獨立的投票建議，協助機構投資人落實股東行動主義，並可將符合國際趨勢的投票政策介紹給國內發行公司，達成擴大盡職治理產業鏈之目標。因此，在地化投票顧問機構設置有其必要性。

本文研析印度、澳洲、韓國及馬來西亞之在地投票顧問機構，從其組織架

構、業務內涵及發展特色加以說明，透過亞太區在地投票顧問之發展與現況，歸納綜整其特點，為我國未來設立在地投票顧問機構之參考。

## 貳、印度－IiAS 以雲端服務見長<sup>1</sup>

近年隨公司治理標準提高，印度的投票顧問機構（Proxy Advisor）逐步發展壯大，機構投資人顧問服務公司（Institutional Investor Advisory Services India Limited，下稱 IiAS）為印度最大的投票顧問機構之一，除 IiAS 外，另有其他投票顧問機構，如 Stakeholders' Empowerment Services (SES)、InGovern Research Services 等，前述機構對投資人股東會投票提供不同程度的建議和支援。本文主要以 IiAS 為闡述對象。

### 一、設立背景與組織

2010 年 2 月印度證券管理委員會（Securities and Exchange Board of India, SEBI）立法規定，共同基金須揭露其對股東會議案行使投票權的政策及程序，進而促成印度投票顧問機構產業興起。IiAS 成立於 2010 年，為公開發行公司，原始出資股東包括孟買證交所、惠譽信評、印度銀行、保險公司、資產管理公司等。

### 二、業務內涵

#### （一）提供獨立投票建議、關注公司治理與 ESG 研究

IiAS 提供獨立意見、研究和數據，關注公司治理與 ESG 議題，為超過 950 家公司的股東會提供投票建議。此外，IiAS 亦提供客製化研究，協助機構投資人與公司管理階層及董事會交流。

#### （二）結合科技提供雲端平台服務

IiAS 提供智慧報告與投票資料分析平臺 SMART 及

1 <https://www.iiasadvisory.com/>

ADRIAN：

1. SMART：SMART (Shareholder Monitoring & Reporting Tool) 主要協助投資人隨時跟進其盡職治理活動並產製智能報告，是一個雲端平台。該平台可幫助機構投資人追蹤其投票權利，及管理其投票策略並與企業管理階層進行溝通。此外，該平台尚可生成自訂的報告，詳細記錄股東行動和股東治理指標，SMART 尚提供客製化的投票建議和股東行動報告。
2. ADRIAN：ADRIAN 是 IiAS 開發的雲端平台，用於蒐集與分析投票結果和機構投票模式，為一資料庫，收錄過去印度公司的股東大會上進行的所有表決。透過蒐集機構投票模式及其原因，協助機構投資人監督公司治理和 ESG 問題。

### (三) 與國際機構共同開發公司治理評鑑機制

IiAS 與國際金融公司 (IFC)、孟買證交所 (BSE Limited) 共同開發印度公司治理計分卡 (Indian Corporate Governance Scorecard)，該計分卡評估公司在不同治理領域的表現，包括董事會結構、資訊揭露、股東權益、董事會職責等，並提供公司一份報告，協助其改進公司治理實踐。近期，IiAS 將其分析擴展至 ESG 領域，現已成為聯合國支持的責任投資原則 (PRI) 簽署機構及印度資產管理協會 (Association of Mutual Funds in India, AMFI) 認可的 ESG 評等機構。

### (四) 針對政府發行綠色債券提供首份第三方意見

第三方意見 (Second Party Opinion) 是對綠色、永續或社會債券或發行人的綠色債券架構之審查，評估其是否符合公認的市場原則和慣例。2023 年 1 月，IiAS 發布首份評估印度政府發行的主權綠色債券的架構，IiAS 認為其很大程度符合：國際資本市場協

會 (International Capital Market Association, ICMA) 2021 年綠色債券原則、SEBI 法規，包括可回收與可持續能源、綠色交通、可持續水資源管理、氣候變化適應、能源效率、可持續廢棄物管理及生物多樣性保護作為發行綠色債券的合格項目債務證券。

IiAS 核心業務為提供投票建議，其他業務尚包含投票分析、評價及法務諮詢、協助議合服務、公司治理評分、ESG 諮詢等。其服務對象不僅包括機構投資人，尚涵蓋發行公司，業務內容十分多元。

## 參、澳洲－投票顧問服務百家爭鳴 (ACSI、OM)

澳洲的投票顧問服務，除有國際投票顧問機構 ISS Australia、CGI Glass Lewis 外；針對退休金，另有澳洲退休金投資委員會 (Australian Council of Superannuation Investors limited, 下稱 ACSI)，此外，亦有股東事務有限公司 (Ownership Matters Pty Ltd. 下稱 OM)，故當地呈現多元發展，本文就 ACSI 與 OM 說明之。

### 一、ACSI<sup>2</sup>

#### (一) 設立背景與組織

ACSI 成立於 2001 年，是澳洲大型退休金代表組織，會員包括 26 家國際資產所有者和機構投資人，管理資金超過 1 兆澳元。透過研究、議合、宣導和投票建議，ACSI 協助會員積極行使所有權，並加強投資成果。ACSI 代表會員與上市公司議合，議合目標在於對上市公司 ESG 產生正面影響，重點包括：董事會多元化、公司治理、氣候變遷、勞工問題及企業文化等。

#### (二) 業務內涵

---

2 <https://acsi.org.au/>

ACSI 亦訂定治理指南 (ACSI Governance Guidelines) 作為投票建議基礎，每兩年向其會員及利害關係人徵求意見，必要時予以更新。此外，ACSI 提供投票建議前會先與公司董事會議合，以取得對公司更深入了解。2022 年與 ASX300 指數計 193 家公司進行 301 次及非營利組織 13 次之議合。最後，ACSI 發布投票建議予其會員後，公司可向 ACSI 索取該公司的投票建議。2022 年對 ASX300 指數公司 302 場股東會共 1,943 項議案進行研究並提供投票建議。

## 二、OM<sup>3</sup>

### (一) 設立背景與組織

OM 屬私人有限公司 (proprietary limited company, 縮寫為 Pty Ltd)，為澳洲常見組織形式，公司股權僅限私人股東持有，不向公眾出售股票，且其股東責任僅限於其持有股份，不承擔公司債務的個人責任。該公司成立於 2011 年，創辦人 Dean Paatsch、Martin Lawrence 及 Simon Connal 等原為 ISS Governance Services 墨爾本辦公室員工，其客戶主要是機構投資人、資產管理公司、退休基金、銀行及保險公司等。

### (二) 業務內涵

#### 1. 協助機構投資人識別被投資公司之治理風險

OM 分析師就 S&P ASX 300 指數公司的重大治理問題進行詳細評估，提供內容包括：

- (1) 每月更新治理關注指數 (Governance Concerns Index, GCI)，對 S&P/ASX 100 指數和非 ASX 100 指數公司進行評分。

---

3 <https://ownershipmatters.com.au/>

- (2) 前述指數評估重點涵蓋董事會品質、關係方 (Related Party) 風險、會計議題、稀釋風險 (Dilution Risk) 及薪酬問題等。
- (3) 及時反映上市公司的會計品質或新產生的治理問題。
- (4) 每半年提供 Litigation Watch，OM 研究人員蒐集並分析訴訟相關資訊，如訴訟類型、案件狀態、法院判決等，將其納入 Litigation Watch 報告中，目的使投資人瞭解上市公司面臨的法律風險。

## 2. 代理投票研究

投資人可透過 OM 的代理投票研究，在公司會議上透過股東權維護自身利益。OM 從股東角度分析 S&P/ASX 300 成分公司的每一場股東常會及臨時會，並訂定投票指南 (Voting Guidelines)，OM 與公司頻繁議合，以取得對議案深入了解；投票建議原則上於股東會開會前 14 天至 18 天提供予客戶，以利客戶在截止日前與公司進行有意義對話。

澳洲當地的投票顧問服務，不僅有國際投票顧問公司分公司，尚有在地化的投票顧問機構，呈現百家爭鳴狀態，ACSI 主要是服務特定大型退休金，OM 則是針對一般機構投資人。

## 肆、韓國－KCGS 公司治理及盡職治理雙引擎<sup>4</sup>

韓國投票顧問服務，除兩大國際投票顧問機構 ISS、Glass Lewis 外，在地化投票顧問機構最具代表性者為「韓國公司治理及永續發展中心」(Korea Institute of Corporate Governance and Sustainability, KCGS)。

### 一、設立背景與組織

4 <http://www.cgs.or.kr/eng/main/main.jsp>

KCGS 原為 2002 年經韓國「財政經濟部」(The Ministry of Economy and Finance) 核准成立的公益非營利組織—「韓國公司治理精進支援中心」(Korea Corporate Governance Improvement Support Center)，後於 2022 年更名為「韓國公司治理及永續發展中心」(KCGS)，發展至今已成為韓國重要公司治理研究智庫及在地化投票顧問機構。

KCGS 屬公私部門共同支持合作成立，會員機構包括韓國證券交易所 (Korea Exchange, KRX)、韓國證券集中保管公司 (Korea Securities Depository, KSD)、韓國證券金融公司 (The Korea Securities Finance Corporation)、韓國金融投資協會 (Korea Financial Investment Association, KFIA)、韓國上市公司協會 (Korea Listed Companies Association)、KOSDAQ 上市公司協會 (KOSDAQ Listed Companies Association)、韓國註冊會計師協會 (The Korean Institute of Certified Public Accountants, KICPA) 及韓國證券電腦公司 (Korea Securities Computing Corporation, KOSCOM) 等國內證券周邊單位。

## 二、業務內涵

### (一) 積極與相關組織合作倡議公司治理及永續發展

目前 KCGS 為「全球公司治理論壇」(Global Corporate Governance Forum, GCGF) 會員，同時亦與「亞洲公司治理協會」(Asian Corporate Governance Association, ACGA) 和「國際公司治理網絡」(International Corporate Governance Network, ICGN) 等組織進行合作，共同倡議全球性公司治理之實踐。

### (二) 公司治理及盡職治理業務發展雙引擎

KCGS 以上市公司公司治理和機構投資人盡職治理，作為業務發展之重要支柱。除著手訂定及維護相關實務守則，並透過辦理



ESG 評鑑、投票建議報告及政策研究，促使相關實務守則在市場被採納。

上市公司方面，KCGS 為韓國有關 E（Environmental）、S（Socially Responsible）、G（Corporate Governance）最佳實務守則唯一發布單位，透過相關實務守則對上市公司提出未來 ESG 管理願景及政策方向，協助公司增進其在公司治理及永續發展競爭力並與國際接軌。

另在機構投資人盡職治理方面，KCGS 旗下設有「韓國盡職治理守則中心」（The Korea Stewardship Code Center），該單位由研究人員組成，透過若干研究分析國內外最佳實務案例，並依機構投資人盡職治理守則內容辦理相關活動，且提供韓國盡職治理理事會（Korea Stewardship Code Council）協助，以利其定期審視和修訂「韓國盡職治理守則」所訂原則及具體內容，並出版「韓國盡職治理守則指南」（Korea Stewardship Code Guide Book）與「股東行動指南」（Guidelines on Shareholder Activities）提供機構投資人參酌，以落實盡職治理。

### （三）致力成為韓國公司治理及永續發展之重要智庫

KCGS 相當重視研究，針對公司治理和永續發展提出政策建言，並協助機構投資人落實受託責任，促進資本市場和企業經濟的永續發展。KCGS 研究範圍，包括國內外公司治理實務研究、國內和全球公司精進 ESG 績效表現之研究、國內外 ESG 最佳實務守則、國內外機構投資人行動及責任投資研究、政府政策研究，及其他受委託之專案研究等項目。

此外，KCGS 透過定期出版期刊—KCGS 報告（KCGS Report），推動公司治理及 ESG 議題最佳實務相關研究服務，並

提供政策建議，其研究內容涵蓋企業社會責任、氣候變遷、綠色金融及永續投資等新興領域，另透過參與政策宣傳，促進監理機制改革，並推動良好公司治理實踐。同時，KCGS 亦提供上市公司董事、高階管理階層及相關從業人員公司治理培訓課程，並辦理各類研討會及論壇，以藉此提升各界對公司治理和永續發展的意識與重視。

KCGS 致力推動韓國上市公司之公司治理，其業務內容依服務對象區分，如針對機構投資人提供責任投資顧問服務，且訂定投票政策指南及提供每年超過 700 家上市公司股東常會（含臨時會）之投票建議服務；而對於上市公司，則發布公司治理和審計委員會（內部稽核）守則、ESG 最佳實務守則、辦理公司治理及 ESG 評鑑、金融機構公司治理評鑑等服務。

## 伍、馬來西亞－MSWG 少數股東行動主義倡議者<sup>5</sup>

自 1997 年亞洲金融危機後，公司治理成為國際上重要議題，嚴重經濟衰退促使各國加強改善並提升治理結構之力度，為配合馬來西亞政府公司治理改革策略，馬來西亞「少數股東利益監管團體」（The Minority Shareholder Watch Group, MSWG）於 2000 年以「擔保有限公司」（Company Limited by Guarantee）組織型態成立，期望透過股東行動主義來保護少數股東利益，並鼓勵公司強化公司治理面向。

### 一、設立背景與組織

MSWG 設立之初，係由馬來西亞 4 個政府基金共同出資成立，包括「武裝部隊基金委員會」（Armed Forces Fund Board）、「國家股權公司」（National Equity Corporation）、「社會保障組織」（Social Security Organisation）及「朝聖委員會」（Pilgrimage Board）等政府基金。嗣後 MSWG 依馬來西亞 2007 年「資本市場與服務法」（Capital Markets

5 <https://www.mswg.org.my/>

and Services Act 2007) ，獲得主管機關—「馬來西亞證券監督委員會」(Securities Commission Malaysia，下稱「馬來西亞證監會」) 許可辦理相關業務。

該公司為一自律管理獨立之非營利組織，因創始成員亦有投資上市公司，可能存在利益衝突，因此改由 MSWG 每 3 年一次，向馬來西亞財政部 (Ministry of Finance) 設立並由馬來西亞證監會管理之「資本市場發展基金」(Capital Market Development Fund, CMDF) 提報業務計畫，由前述基金捐助提供營運資金。

## 二、業務內涵

### (一) 以協助股東履行股東行動主義及投資人教育為目標

MSWG 機構功能定位，有別於國際投票顧問機構，如 ISS 及 Glass Lewis 係以機構投資人為主要客戶，MSWG 設立宗旨，係代表「少數股東」(即散戶股東)，透過與利害關係人議合 (Engagement)，以及關注少數股東利益，藉以促進股東履行股東行動主義及教育投資人，進而達到投資人保護之目標。

MSWG 不定期舉辦投資人論壇，藉此聚集投資人，並蒐集其意見，反饋給上市公司；另一方面，MSWG 亦經常於其網站及當地主要報章媒體，如新海峽時報 (New Straits Times) 和南洋商報 (Nanyang Siang Pau) 刊登年度 / 臨時股東會觀察週報，提前提醒股東近期股東會中值得關注之議題，並促進股東於股東會提出相關問題。

馬來西亞一般投資人，亦得免費申請註冊為 MSWG 會員，並收到每周發布之電子報，使投資人知悉當地股票市場重要新聞資訊，並提供投資人公司治理及 ESG 新知，藉此促進投資人對當地與國際市場之關注。

## (二) 發布投票指南及股東會公司治理檢查表促進股東行動主義

MSWG 參考馬來西亞公司治理守則及其他相關公司治理規範之最佳實踐作法，及每年參與近 300 場股東會之經驗，編製投票指南。惟 MSWG 並非每年發布投票指南，當馬來西亞公司治理守則、法規、法律及證交所規定的上市標準修正時，MSWG 始進行更新及維護。MSWG 投票指南首次於 2009 年發布，最新版本為 2020 年版的「關鍵原則與投票指南」(MSWG Key Principles and Voting Guidelines 2020)，並自同年 11 月 1 日起開始適用。該指南列出 MSWG 對年度股東會上常見議案之看法，反映 MSWG 對於上市公司落實高標準公司治理之期盼，故主要原則除法令最低要求外，亦包含 MSWG 期望上市公司就資訊揭露及遵循最佳公司治理實踐之理想標準，使股東能於具備充分資訊之情況下作出決策。

此外，為提升少數股東參與股東會，MSWG 於 2020 年與馬來西亞證監會及當地機構投資人理事會 (Institutional Investors Council Malaysia, IIC) 發布「股東會公司治理檢查表」(The Annual General Meeting Corporate Governance Checklist)，透過該檢查表中 8 個面向等一系列問題，幫助股東評估其是否滿意公司所提供的資訊及股東會運作情形。

## (三) 作為上市公司股東積極發揮市場影響力

MSWG 另一重要業務為「企業監測」(Corporate Monitoring)，MSWG 持有馬來西亞市場約 500 家上市公司股份，故其可參與所持股公司的股東會，以 2021 年為例，MSWG 共出席 397 場股東大會，包括 314 場股東大會及 83 場法院召集的會議或特別股東會。

MSWG 亦透過不同篩選標準，如當地指數主要成分股、中

小型企業抽樣或是否具負面新聞等多元標準篩選受監測公司，以 2021 年為例，MSWG 共挑選出主板 318 家掛牌公司作為監測對象，占馬來西亞掛牌公司總數之 35%、總市值約 82%。針對受監測公司，MSWG 不僅將參與其股東常會（含臨時會），並利用股東會向公司提問及鼓勵良好的公司治理，整體而言，多數提問將獲得公司之回應，其中部分提問及回應甚至會被公司揭露於其網站上。

## 陸、亞太地區部分國家發展對我國設置在地化投票顧問機構啟示

### 一、綜合分析

投票顧問機構設置之初，是專門為機構投資者提供投票建議和指導的組織，主要業務是分析上市公司的治理結構、薪酬政策、環境社會治理（ESG）表現等因素，再向投資者提供關於公司董事會提名和薪酬計畫、股東提案、董事會結構等議案的建議投票意見。

然而，綜觀亞太地區部分國家，在地投票顧問機構之功能已不止於此，甚至進行公司治理或 ESG 評鑑（如印度 IiAS、韓國 KCGS、馬來西亞 MSWG），抑或與國際組織共同倡議公司治理與永續議題等，發展逐漸多元，各國組織型態及業務內涵亦多所不同，茲分析各國在地投票顧問機構之組織與業務類型如下：

國家		印度	澳洲		韓國	馬來西亞
機構名稱		IiAS	ACSI	OM	KCGS	MSWG
成立時間		2010	2001	2011	2002	2000
組織型態		公開發行公司	投資委員會	私人有限公司	公益非營利組織	擔保有限公司
服務對象	機構投資人	✓	✓	✓	✓	NA
	發行公司	✓	NA	NA	✓	NA
	小股東	NA	NA	NA	NA	✓
業務內涵	投票政策指南	✓	✓	✓	✓	✓
	投票建議報告	✓	✓	✓	✓	✓
	議合	✓	✓	✓	✓	✓
	公司治理 / ESG 評鑑	✓	NA	NA	✓	✓
	特色 / 其他	→ 提供智慧報告與投票資料分析平臺 SMART 及 ADRIAN → 對政府發行綠色債券提供第三方意見	→ 大型退休金代表組織		→ 發布公司治理、ESG 相關守則、盡職治理守則指南 → 與國際組織倡議公司治理及永續等議題 → 提供論壇課程等推廣活動	→ 保護小股東，發布「股東會公司治理檢查表」

資料來源：本研究整理

## 二、啟示與建議

### (一) 我國有投票顧問機構設置需求

因股東行動主義興起及機構投資人投資組合之多樣化，隨著國

際資本市場對機構投資人之受託人責任要求漸趨提升，復因機構投資人之持股增加，且為促進效率市場之功能，故實有設立投票顧問機構之必要性。

參考亞洲各主要國家，除本文所列印度、澳洲、韓國、馬來西亞，日本、中國大陸及泰國等皆有在地化投票顧問機構。近期公布之「上市櫃公司永續發展行動方案（2023年）」，即將研議設立投票顧問機構之可行性列為推動措施之一。

## （二）在地化投票顧問機構宜由民間自發成立，惟初期仍須借助政府力量協助推動

在地化投票顧問機構，最佳設立方式應由需求者自發成立，即由機構投資人集結出資，設立一個代表資產持有者投票的機構，其非為全體公共利益，ACSI及OM則屬於此類型。其好處包括：民間投票顧問機構發布之投票政策指南，屬最佳實務、指引性質，可消除強制規範色彩；此外，由下而上（bottom-up）市場自由發展，逐步漸進完善盡職治理產業鏈。

然而，現階段未有民間機構願意出資成立投票顧問機構，。因此可能得借助政府等周邊單位力量驅動，可參考馬來西亞或韓國模式。

## （三）在地投票顧問機構可分階段循序辦理相關業務

投票顧問係高度專業行業，主要針對各類型股東會議案作出投票建議，除需熟稔發行公司股東會實務、各類股東會議案的最佳實務外，尚需根據實務現況具體分析。而投票建議要產生影響力並樹立權威，關鍵在於市場敏銳的判斷力、善於從資料中發掘並分析問題。因此，投票顧問機構在提供投票建議和指導的過程中，可能面臨潛在相關法律風險。

國內尚有設置在地化投票顧問需求，初期可藉論壇、研討會、說明會與外界（包括機構投資人、上市櫃公司等）溝通，並先行發布投票政策指南及公司治理檢查表等，促進股東行動主義，形成市場氛圍，待本地專業投票顧問人才養成後可嘗試發布投票建議報告，進而最終可與上市公司議合。

### ~~ 投資 ETF 小提醒 ~

**投資人應留意槓桿型 / 反向型 ETF 的商品特性及投資風險，主要是運用期貨契約來追蹤標的指數（當日）正向 2 倍 / 反向 1 倍報酬表現，並不適合投資人長期持有。**