

【專題二】



淺談國際投票顧問業務及 我國發展現況

傅家竑（證期局科員）

壹、前言

「股東行動主義」（Shareholder Activism）通常指機構投資人通過行使股東權利，向公司經營階層提出策略或經營面的訴求，並施以壓力的一種投資策略，隨著「股東行動主義」逐漸受到重視及推廣，股東為促使公司改變行為或公司治理規則而採取之方式，是透過股東提案權及提出候選人競逐董事席次作為主要手段，因皆涉及股東投票，使得股東如何就股東會議案行使表決權，變得重要而富有爭議性。

股東（Shareholder），即為股票持有者，身為公司之外部人，相對於公司的內部經營階層，其觀察之角度可提供公司不同之見解與建議，敦促企業顧及股東權益並為其創造財富，形成良好循環。另外 1990 年代起，美國機構投資人（Institutional investors）取代散戶，成為資本市場主流，近年來依據

美國財經資訊公司 Bloomberg 之統計數據得知，機構投資人約占美國前十大市值公司之股權 70%~85.8%，其亦運用股東權利影響公司行為之意識抬頭，為借重股東力量影響公司治理成效之趨勢埋下伏筆。

然而，一般機構投資人之投資組合係分散而持有多家公司股份，故就各家被投資公司股東會議案進行投票時，需耗費大量時間及成本研究其議案，於是在國際市場中便誕生了「投票顧問機構」（Proxy Advisor）之產業，其主要角色功能乃針對被投資公司股東常會（含臨時會）之各項議案蒐集相關資訊，並依據其發布之「年度代理投票指南」（Proxy Voting Guideline）及提供個別公司之投票建議，協助機構投資人提升投票決策效率，是故，投票顧問機構對於機構投資人在盡職治理方面扮演關鍵角色。

貳、國際投票顧問機構簡介

一、概述

投票顧問機構主要業務係提供投票建議、執行代理投票、提供 ESG 相關服務及議合諮詢等業務，並定期發布特定國家或市場之年度投票政策指南，提供該市場各種類型之投資人參考，後續亦按照客戶之需求提供個別公司投票建議報告，並以前揭年度投票政策指南作為擬定報告之依據。

部份國家有發展其當地之投票顧問機構（如馬來西亞、印度、澳洲等），惟整個國際投票顧問市場目前大多係由兩家美國投票顧問公司 Institutional Shareholder Services Inc.（下稱「ISS」）及 Glass Lewis & Co.（下稱「Glass Lewis」）所佔據，兩家公司合計市占率達 90% 以上。ISS 及 Glass Lewis 近年來除了發布年度投票政策及個別公司之投票建議報告外，亦關注於環境（environmental）、社會（social）及公司治理（corporate governance）等合稱為 ESG 之相關議題，最近則著力於促進董事會組織之多樣性，以其影響力促進公司治理環境之改變。

另外，馬來西亞在經歷過亞洲金融風暴後，該國政府越來越重視公司治理，為提升其國內股東參與股東會之意識及強化其國內公司治理之實踐，遂由四個政府相關基金共同出資成立「少數股東利益監管團體」（Minority Shareholder Watchdog Group，下稱「MSWG」），該機構亦有訂定該國投票政策指南，近年來更深入馬來西亞資本市場，透過企業監測及提供投票建議報告予發行公司等方式，督促該國公司更注重公司治理並照顧股東權益，而獲得亞洲公司治理協會（Asian Corporate Governance Association）之肯認，以下將介紹 ISS、Glass Lewis 及 MSWG 三個機構：

（一）Institutional Shareholder Services Inc.

ISS 於 1985 年成立，其主要業務係向投資人提供股東會議案之投票建議，於設立初期即已開始提供此項服務，並可協助投資人制定其客製化之投票政策。ISS 的 2,600 名員工，在全球 15 個國家的 29 個地點發展業務，截至 2021 年為止，ISS 已為共計 3,400 家機構投資人提供服務，主要業務包括提供投票建議、執行代理投票、ESG 評等及 ESG 諮詢服務等業務。

ISS 每年 11 月至 12 月會陸續公佈其對全球各主要資本市場（包括亞太、歐洲、中東、非洲、北美及拉丁國家等）的年度投票政策指南，闡述 ISS 對各類議案之觀點與判準供所有股東參考，並作為次年度發布個別公司投票建議之判斷原則。同時，ISS 亦接受客戶委託就個別公司股東會議案製作投票建議，並於股東會開會前一個月提供個別公司的投票建議報告，內容涵蓋對各議案的投票建議及詳細理由、公司與 ISS 議合情形說明、公司近期重大新聞、財務資訊、治理情形（董事會獨立性、董事個別資料等）及前次股東會議案投票結果等。

（二）Glass Lewis & Co.

Glass Lewis 於 2003 年成立，係由財務、會計和法律等專業人士共同創立，為美國及全球第二大之投票顧問服務機構公司，其股權歷經多次變動，於 2021 年起正式由私募股權公司－Peloton Capital Management 及加拿大金融服務企業家 Stephen Smith 所收購。目前 Glass Lewis 為超過 1,300 家機構投資人客戶提供服務，客戶管理資產總額逾 40 兆美元，同時 Glass Lewis 亦為美國 8 大公共退休基金指定投票機構，其每年對 2 萬場股東大會表決事項提出投票政策。Glass Lewis 主要業務亦包括向投資人提供股東會議案之投票建議、協助投資人制定投票政策、依其指示代為投票，亦協助投資人進行投票等，並依法完成必要之法令揭露，以及提供議合諮詢等。

Glass Lewis 研究過程會從開會通知公佈開始，針對亞太地區平均在會議日期前 17 日發布發行公司的投票建議報告，而有關投票建議報告之公司覆蓋率係以機構投資人持股情形而定，以 2020 年為例，Glass Lewis 就臺灣市場即提高覆蓋至 792 場公司股東常會（含臨時會），另 Glass Lewis 於 2021 年底發布的「2022 年臺灣市場政策指南」（Taiwan 2022 Policy Guidelines），內容涵蓋股東會議案與建議內容，而該投票政策指南係以我國公司治理相關規範為基礎進行編制，而部分投票政策指南，可能高於前述法規之最低要求。具體而言，此投票指南包括全球公司治理最佳實踐且每年皆會進行審查，以確保該投票政策指南在全球不斷發展之公司治理實踐及發展相符。

（三）MSWG

馬來西亞「少數股東利益監管團體」（Minority Shareholder Watchdog Group，下稱「MSWG」）成立於 2000 年，作為馬來西亞政府擴展資本市場的計畫之一，MSWG 為非營利組織，營運

資金來源主要來自馬來西亞資本市場發展基金（Capital Market Development Fund）所支持，因此本身具半官方色彩，提供投資人獨立性的觀點與指引，除了身為一個獨立的公司治理研究單位外，亦透過參訪上市公司，並持有公司的一股，參與股東會及表決等，積極提倡股東行動主義。MSWG 亦研擬訂定該國年度投票政策指南，提供所有投資人參考，期能藉此促進股東行動主義意識，進而強化該國整體公司治理之發展。此外，MSWG 為提升股東行動主義意識並促進對其投資公司之監督，編製「股東會公司治理檢查表」（Annual General Meeting Corporate Governance Checklist），提供股東於股東會前、會中及會後，檢視各項公司之重要公司治理議題是否已妥善因應。

二、各機構年度投票政策指南之項目

年度投票政策指南，為投票顧問機構針對各國公司治理環境所訂立之投票原則，亦為機構出具個別公司投票建議報告之重要依據，對各個國家的股東會議案影響甚鉅，參考前揭投票顧問機構所編製投票政策指南之方式，主要係針對發行公司各項議案是否符合「問責機制」、「盡職治理」、「獨立性」及「透明度」等四大原則，並作為發行公司股東會議案訂定判斷原則及投票建議之基礎原則，而投票顧問機構透過前述原則，建議機構投資人支持公司所提出較為合理且顧及股東權益之股東會議案，並促進其所投資公司創造長期之股東價值並減少營運風險，且讓其投票行為符合機構投資人之受託人義務。另外，投票顧問機構應尊重股東權利並達到資訊透明要求，同時考量個別市場之公司治理規定、董事會及股東會運作習慣及現行公司治理最佳實踐等，以及如何促進股東知情投票之權利與義務。

分析 ISS、Glass Lewis 及 MSWG 機構對我國市場所編製之 2022 年度投票政策指南可知，議案類型因各家機構而有差異，惟仍可大致分類為「董事、監察人及獨立董事」、「董事會及法定功能性（審計、薪酬）委員會運作」、「董

事（含獨立董事）、監察人及經理人薪酬及員工獎酬制度」、「財務帳冊」、「公司資本變動（增資及減資）」、「盈餘分派或虧損撥補」、「公司治理事項及股東權行使」、「例行性事項」及「永續發展（環境、社會責任與公司治理，ESG）」等構面：

投票指南涉及議案類型	ISS	Glass Lewis	MSWG
1. 財務表冊	○	○	○
2. 股利分派	○	○	○
3. 董監事選舉	○	○	○
4. 董事薪酬	×	○	○
5. 退職董事酬金	×	×	○
6. 修訂公司章程	○	○	○
7. 減資填補虧損或退回股款	○	○	○
8. 解除競業禁止	○	○	×
9. 員工分紅 / 認股	○	○	○
10. 庫藏股實施	○	○	○
11. 增資 / 發行新股	○	×	○
12. 併購 (M&A)	○	×	×
13. 臨時議案	○	×	×
14. 股票分割	×	○	×
15. 會計師委任	×	×	○
16. 關係人交易	×	×	○
17. 背書保證	×	○	×
18. 董事責任保險	×	○	×
19. ESG 議題	○	○	×
特色	依照各地法令與國情，編製地區專屬之投票政策指南，且已於指南中納入 ESG 議案事項。		依馬來西亞法令編製投票指南，惟尚未納入 ESG 議案。

透過分析國際投票顧問機構對於我國訂定之年度投票政策指南，有助於瞭解國際間對於我國股東會議案之關切方向，臺灣資本市場一直以國際化作為長期之目標，有了年度投票政策作為機構投資人投票行為之依據，更能夠促進我國公司治理之進步，並與國際接軌。

叁、我國投票顧問業務之發展

一、臺灣股東會議案類型

我國股東會議案類型涵蓋公司營運的各個重要構面，依據臺灣證券交易所股份有限公司（下稱證交所）發布之「機構投資人盡職治理守則」問答集，股東會議案類型大致可區分為 15 項。而為因應有簽署「機構投資人盡職治理守則」之機構投資人，必須揭露其投票政策與結果，臺灣集中保管結算所（下稱集保公司）亦於電子投票平臺建置「盡職治理投票統計」功能，於機構投資人以電子投票參與上市櫃公司股東會之投票數據進行自動化類型統計，除了將議案依盡職治理守則問答集分類為 15 分類外，電子投票平臺更將其細分為 42 分類：

大項	盡職治理守則問答集議案分類 15 項	小項	股東會電子投票議案分類 42 項
1	營業報告書與財務報告之承認	1	年度財務報表之承認
2	盈餘分派或虧損撥補	2	盈餘分派之承認
		3	虧損撥補之承認
		4	資本公積分派現金
3	章程或作業程式修訂	5	章程
		6	員工及董監事酬勞分派
		7	解除公司法 13 條轉投資限制
		8	修訂「資金貸與他人作業程式」
		9	修訂「背書保證作業程式」
		10	修訂「取得或處分資產處理程式」
		11	修訂「衍生性商品交易處理程式」
		12	修訂「關係人交易處理」
		13	修訂「企業合併、分割、收購或股份受讓處理程式」
		14	修訂「董事及監察人選舉辦法」
		15	修訂「股東會議事規則」
		16	修訂「董事選舉辦法」
		17	修訂「誠信經營守則」
		18	修訂「道德行為準則」
		19	修訂「監察人職權範疇」
		20	其他作業或管理辦法

大項	盡職治理守則問答集議案分類 15 項	小項	股東會電子投票議案分類 42 項
4	董監事選舉	21	董監事選任
5	董監事解任	22	董監事解任
6	解除董事競業禁止	23	解除董事競業禁止
7	發行限制員工權利新股	24	發行限制員工權利新股
8	低於市價發行員工認股權憑證	25	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	26	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	27	合併
		28	分割
		29	收購
		30	股份轉換
		31	解散
		32	讓與、受讓、處分、出售
		33	釋股
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）	34	盈餘分派之討論
		35	現金增資
		36	發行特別股
12	私募有價證券	37	私募有價證券
13	減資 / 現金減資（彌補虧損或現金退還）	38	虧損撥補之討論
		39	現金減資
14	行使歸入權	40	行使歸入權
15	其他	41	發行員工認股權憑證
		42	其他

我國股東會議案類型較為單純，且機構投資人大多有內部團隊負責議案之評估分析，故機構投資人在其內部研究資源及人力尚充足的情形下，基於成本考量，較少有誘因付費購買投票顧問機構之報告。而部分有使用投票顧問服務之國內機構投資人，可能是國際性集團或母公司已付費購買投票顧問機構之報告，故在不須額外增加花費成本條件下，亦可作為機構投資人在評估股東會投票時之參考資料。

由上述的經驗可以得知，取得投票顧問報告之成本及議案類型之複雜程度

是機構投資人是否會使用的重要因素之一，對於機構投資人而言，若能以合理價格獲取投票建議等詳細研究報告，機構投資人亦樂於在評估流程中蒐集多方資訊以進行分析，進而做出適當的投票決策，以符合盡職治理精神，而若股東會議案之分析越困難，機構投資人對於外部報告之需求亦會增加。

二、未來法制規劃對投票顧問業務之影響

隨我國公司治理發展趨勢逐漸接軌國際，將使我國股東會議案複雜度提高，對於機構投資人在股東會旺季的短時間內要執行投票之難度也會增加，進而使得對投票顧問需求提高。

以美國「薪酬發言權制度」(Say-on-Pay) 為例，於 Say-on-Pay 原則下，雖使股東有機會在股東會上就經營者薪酬表示意見，然亦會增加公司股東會需表決議案之數量，因此可以想像機構投資人因投資多家公司，未必皆有足夠時間及能力蒐集並整理各家公司議案內容，使其能於充分思考下作出投票決定。而我國於 110 年 12 月 8 日修正上市上櫃公司治理實務守則，亦增訂第 10-1 條「上市上櫃公司宜於股東常會報告董事領取之酬金，包含酬金政策、個別酬金之內容、數額及與績效評估結果之關聯性。」並於 111 年公司治理評鑑，新增評鑑指標有關是否於股東常會報告董事領取酬金之子項目，以鼓勵上市櫃公司落實，惟對於我國機構投資人在決定相關議案之投票行為時，將需要花更長的時間與更多的能力研究該議案。

另以我國修正關係人交易議案之相關規定為例，金融監督管理委員會（下稱金管會）於 111 年 1 月 28 日公告之「公開發行公司取得或處分資產處理準則」第十五條內容，公開發行公司或其非屬國內公開發行公司之子公司向關係人取得或處分資產，其交易金額達公開發行公司總資產百分之十以上者，應將相關資料提交股東會通過後，始得簽訂交易契約及支付款項；但上市上櫃公司與其母公司、子公司，或其子公司彼此間交易，不在此限。金管會之修法方向，讓我國公司治理發展方向與國際趨勢一致，而重大關係人交易須由股東會核准，對於投資人來講，就股東會議案分析之難度又更上一層。

綜上所述，Say-on-Pay 制度及關係人交易為股東會中機構投資人需花費較多時間與心力研究之議案類型，需詳細評估其交易是否有損及股東利益等，因此，機構投資人未來可能將更為倚重投票顧問機構之服務。過去我國關係人交易不需經由股東會表決，然而在法規修訂後，勢必使機構投資人必須在相關議案的研究上花費更多的時間與心力。未來隨我國公司治理持續精進，在與國際公司治理發展趨勢靠攏同時，將也使得我國股東會議案複雜度提高，投票顧問服務之價值及需求也將因此提升。

三、我國強化上市櫃公司股東會運作之發展

為便利一般投資人一站式查詢股東會相關資訊，金管會督導證券暨期貨市場發展基金會（下稱證基會）建置「股東會公司治理專區」，該專區包含股東會開會資訊平台、公司治理及國際動態等子專區，其內容係提供國際與我國公司治理發展資訊、發行市場與交易市場之最新動態，及股東會開會相關資訊。另金管會亦請財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心（下稱投保中心）提供適合對外揭露之股東會會前提問資料予證基會以利其於前開專區網頁下的「股東會開會資訊平台」揭露，並請投保中心出具出席股東會之年度報告，其報告之主要內容包含①出席股東會業務執行情形（包含場次及主要關注焦點等細項）②出席股東會重要案例說明③出席股東會具體成效等資料，讓投資人得更瞭解臺灣股東會發展之情形。

隨著外資對臺灣發行公司之持股比率逐漸升高，金管會發布「公司治理 3.0- 永續發展藍圖」，其中「強化利害關係人溝通，營造良好互動管道」，規劃在我國集保公司所建置之「公司投資人關係整合平台」（IR Platform，下稱 IR 平台）上，提供國際投票顧問機構之溝通管道，並由集保公司辦理研討會，邀請國際投票顧問機構、ESG 研究機構或公司治理機構分享其公司治理政策關切議題，以利國內發行公司瞭解其關注重點，以利我國發行公司符合國際間公司治理之原則，另規劃集保公司於評估我國發行公司需求後，與國際投票顧問機構洽談取得建議報告相關資料授權，提供我國發行公司參考，目前集保公司已與 ISS 及 Glass Lewis 兩大國際投票顧問成為策略夥伴，投資人可於

IR 平台上取得臺灣投票政策報告、相關盡職治理與 ESG 趨勢等分析報告，該平台亦提供「公司治理投資量表」，作為評量機構投資人盡職治理績效之參考。

肆、結語

當前全球資本市場快速發展，而機構投資人在股市投資部位亦持續擴增，且愈加頻繁地參與公司治理活動，透過積極行使股東權與公司管理階層進行談判，以達改善公司績效為目標。另投票顧問機構對於機構投資人之投票行為有一定的影響力，故發行公司在進行決策時，亦越來越注重投票顧問機構之立場。

機構投資人盡職治理之意識至今在世界各地之主要國家盛行，各國均按其市場規模、環境及企業治理目標，研擬符合該國所需之盡職治理守則，而我國市場隨著法人持股比例逐漸攀升，機構投資人對資本市場所帶來之影響力已為關鍵，證交所發布之「機構投資人盡職治理守則」，鼓勵機構投資人藉由關注被投資公司營運狀況、行使股東權利並與被投資公司進行「議合」（Engagement）等方式發揮其積極影響力，以促進被投資公司長期發展及價值之提升。而投票顧問機構在其中的角色，除了為機構投資人提供投票建議報告，讓機構投資人達到盡職治理之目的外，亦有分析發行公司之公司治理評比之報告，並提供公司治理諮詢服務，顯見投票顧問機構亦是在資本市場當中，扮演著提升公司治理之重要角色。

於股東行動主義風潮下，股東漸趨積極行使其股東提案權，在股東會中提案並於股東會提請議決，且所關心之議案亦不再僅以涉己者為限，而逐漸擴及環境、社會及公司治理等多方面議題，投票顧問機構產業遂應運而生，其主要角色功能乃針對被投資公司股東常會（含臨時會）之各項議案蒐集相關資訊，並依據其發布之「年度代理投票指南」（Proxy Voting Guideline）提供投票建議，協助機構投資人提升投票決策效率，故機構投資者依賴容易消化之外部投票顧問機構等之資料提供與蒐集者之資訊與建議，有助於其增減投資和投票決定。

綜上可知，隨著關係人交易及 Say-on-Pay 制度等複雜議案之實施下，股東於股東會所需決定事項之數量及議題深度，皆有顯著增加，將引導股東越趨重視公司是否實踐公司治理之精神，並連帶提升投票顧問機構之影響力，而我國機構投資人對資本市場影響匪淺，應對於股東行動主義有更深刻的體認，積極善用資源加以分析股東會之相關議案，讓整個市場的投資環境更加關注企業在 ESG 的長期價值與管理能力，並致力於接軌國際，而我國亦有相關政策，讓機構投資人及發行公司可於 IR 平台上取得國際投票顧問機構 ISS 及 Glass Lewis 之臺灣年度投票政策指南，藉此瞭解目前國際趨勢及議案內容，抑或者隨公司股權及股東會議事之資訊透明度提升，投資人參閱內容亦趨於明確，對於公司治理之影響力將更為顯著。

公司治理議題攸關著發行公司營運之基礎，加上氣候變遷等永續發展議題興起，且亦有新冠肺炎疫情及烏俄戰爭等重大事件影響著公司的運作，在非常時期，企業間之決策後果將連帶影響下世代的福祉，故作為持有發行公司股票之機構投資人，及提供股東會議案分析報告之投票顧問機構，均扮演著不可或缺的重要角色，積極推動我國投票顧問業務，更成為藉由股東影響公司決策，維護良好公司治理及保障股東權益之必要手段。

~ 投資股票小提醒 ~

公司治理好，投資少煩惱。公司治理評鑑結果及公司治理指數成分股，可做為您投資股票之參考。

(參考網址 <http://cgc.twse.com.tw/>)