**第 82 期**
2017 年 05 月 15 日

# 國際公司治理發展簡訊

指導單位：金融監督管理委員會證券期貨局
編輯單位：臺灣證券交易所（TWSE）、證券櫃檯買賣中心（TPEx）
證券暨期貨市場發展基金會（SFI）、中華公司治理協會（TCGA）
創刊日期：2003 年 11 月 15 日
發刊日期：雙月刊（每逢單月 15 日出版）

TWSE 網址：www.twse.com.tw　TPEx 網址：www.tpex.org.tw
SFI 網址：www.sfi.org.tw　TCGA 網址：www.cga.org.tw
公司治理中心網址：http://cgc.twse.com.tw/pressReleases/promoteNewsCh

**本期重點**

◎ 美國：行動主義股東考慮多元化董事會的價值
◎ 新加坡：成立委員會審查公司治理守則
◎ 印度：**MSCI** 報告指出，印度公司治理實務薄弱
◎ 歐盟：歐盟理事會正式通過歐盟公司股東權的命令
◎ 德國：投資人關係及股東與監事會的溝通
◎ 臺灣：責任投資將成趨勢
◎ 臺灣：發揮董事會效能 確保企業的卓越

TAIWAN STOCK EXCHANGE
證券櫃檯買賣中心 Taipei Exchange
Taiwan Corporate Governance Association 社團法人中華公司治理協會
財團法人中華民國 證券暨期貨市場發展基金會 SECURITIES & FUTURES INSTITUTE

# 美國：行動主義股東考慮多元化董事會的價值

董事會多元化是開啟股東價值的關鍵嗎？

有可能快速增加股東價值，又同時促進多元化的董事會嗎？同質性的董事會是公司績效不佳的指標嗎？

在最近的 Skytop 策略股東行動主義的事件中，董事會成員的組成、多元化與公司績效表現之間的關聯性成為大家的焦點。當董事會在停滯或舒適的環境中，導致公司績效不佳時，行動主義股東並不認同解決問題的方式。

一位行動主義股東說：「這是我們的信念，績效表現不佳的公司必需跨出的第一步是讓董事會多元化，這樣可以促進股東價值」。從一個多元化的董事會，可以獲益良多，包括：改善監督、減少集體思考、減少對執行長的忠誠度，以及帶來新技能和見解。

但是，一些行動主義股東在董事會中表達對多元化董事會成員人才庫的擔憂，警告不要為多元化而多元化。

一位與會者建議，當行動主義股東希望在短時間內影響公司的價值時，多元化往往不會列為優先事項。在這種情況下，資金可能轉而使用到董事會成員提案的轉型業務上。

機構投資人會採取長期的方法，他們更有意願擴大搜尋求新的董事會成員，並且投資更多的時間去確認董事會成員是否缺乏足夠經驗。

「透過董事會正確地評估，了解您的優勢和弱點所在，再基於這些判斷做出決策，將可以建置出更優秀的董事會」，Heyman 公司治理中心，Cardozo 法學院之法律部門臨床教授和領導計劃主任 Michelle Greenberg-Kobrin 對 IR 雜誌說明。

如果只考慮董事會候選人最大的職稱，而不是考慮他或她能夠帶來的品質，對於公司治理和股東價值而言都是短視的。

彭博社最近的數據顯示，自 2011 年以來，美國最大的 5 家基金公司，曾經至少徵求 174 名董事席位，共有 108 名當選為董事會成員，但其中只有 7 名女性被提名。

資誠會計師事務所治理研究中心 (PwC’s Governance Insights Center )的董事總經理(managing director) Paul DiNicola 表示，投資者和董事會主席需要擴大現有董事會成員和執行長的搜尋範圍。「在標準普爾 500 大的企業中，有些比執行長低 1 到 2 個層級的人員，他們擁有經營大型企業的經驗」，DiNicola 對 IR 雜誌

說明。

資誠會計師事務所(PwC)最近公司董事的調查顯示，有 35%的董事會成員認為他們的同行中至少有一個應該被替換，首要原因是缺乏知識、專業以及人口老齡化。

自我評估是判斷公司績效不佳的工具，但超過一半以上（51％）的公司董事表示，董事會最近的自我評估並沒有發生任何改變。

DiNicola 還呼籲股東代理聲明可以描述一個具有廣泛的經驗、背景和技能的董事會。他說：「資訊揭露可以改善這些問題，就像董事會中某個年齡的白人人數統計，或者每個董事會成員都是來自同一所商學院，這些問題都會造成挑戰。」

(資料來源：IR Magazine，“Activist shareholders consider the value of diverse boardrooms”，2017 年 2 月 2 日，https://www.irmagazine.com/articles/activism/21867/activist-shareholders-consider-value-diverse-boardrooms/

## 新加坡：成立委員會審查公司治理守則

新加坡的公司治理守則正在審查中，並成立委員會再次審查指南。該守則上次審查是 2012 年，當時引入了加強董事會的獨立性並增加薪酬的實施與揭露。新加坡金融管理局（MAS）昨日表示：「重新檢視公司治理守則及施行是適時的，以確保能繼續支持永續企業的成果，維持投資者對資本市場的信心。」

該委員會將研究如何使公司治理守則下的“遵守或解釋”制度更有效。這包括提高公司揭露其公司治理實踐的質量，以及偏離守則的解釋，同時提出監控上市公司在加強其在該領域的實踐方面取得進展的方法。前任新加坡交易所（SGX）主席 Chew Choon Seng 將擔任該委員會主席，他表示新加坡需要確保該守則保持相關性和進步性，以支持永續企業的成長和創新。這意味著審查將考慮到新加坡企業環境的變化以及國際發展。新加坡航空公司前首席執行官兼新加坡旅遊局主席 Chew 先生表示：「隨著市場參與者更加關注上市公司的公司治理實踐，公司現在面臨越來越大的壓力，要求其對利益相關者更加透明和負責。去超越只是在方框子內打鈎以及制式化的說明解釋，對我們上市公司來說是很重要的，他們必須能夠與利益相關者進行有意義的溝通，並實踐公司治理運作，從而實現長期永續企業的成果」。

MAS 表示 19 個委員會成員來自各個利益相關團體，以就這些問題提供廣泛和多樣化的觀點。來自 MAS 的會計和企業監管局，以及新加坡交易所的代表也將被任命。該委員會亦將就其建議徵詢公眾意見，包括擬議修改的守則。

(資料來源：Jacqueline Woo，Straitstimes，“Council formed to review code of corporate governance”， 2017 年 2 月 28 日， http://www.straitstimes.com/business/companies-markets/council-formed-to-review-code-of-corporate-governance）

## 印度：MSCI 報告指出，印度公司治理實務薄弱

全球研究指數和分析提供者 MSCI，對印度公司的公司治理結構及獨立董事的作用提出擔憂，特別是家族企業。從任何國家的首例公司治理報告中，根據公司所有權的性質與資本結構的設計，以及對股東投票權的影響，MSCI 表示，印度的治理風險差異很大。

在印度所有權集中控制，佔 MSCI 全世界指數 82.7%，其構成要素包括控股 30%或以上的表決權股東或股東群體。在家族企業的情況下，所有權和管理權的分離仍然是印度一些頂級公司大多數的關鍵性挑戰。家族企業佔印度 MSCI 全世界指數的 49.3%。

該報告指出，交叉持股和金字塔股權結構在印度一些家族企業集團中普遍存在，以幫助他們在各自的上市實體維護家族控制權。“最古老的這些家族企業集團（Tata 和 Aditya Birla）也採取複雜的所有權結構，例如股權金字塔和交叉持股，以謀求維持家族控制。”報告還補充說，這種結構也被一些年輕的企業集團所利用。

該報告還發現一個趨勢，一些家族企業委任同一個人作為同一家族集團內多個董事會的“獨立”董事，其中許多還延長任期。MSCI 說，「這引起了他們是否適當代表小股東利益的能力擔憂，且令人擔憂的是，缺乏多元化的經驗和背景是這些董事會的主要弱點」。在印度，獨立董事保護少數股東權益的作用一直被放在掃描儀下檢視。

(資料來源：Atmadip Ray，The Economic Times，“ MSCI report points out weak corporate governance practices in India”， 2017 年 4 月 1 日， http://economictimes.indiatimes.com/news/company/corporate-trends/msci-report-points-out-weak-corporate-governance-practices-in-india/articleshow/57961913.cms）

## 歐盟：歐盟理事會正式通過歐盟公司股東權的命令

歐盟理事會在 4 月 3 日通過實施一道命令，目的是強化大型歐盟公司的股東參與。這項命令藉由檢視現行的股東權利命令(2007/36/EC)，鼓勵上市公司的股東進行透明而積極的參與。

金融危機顯示，很多例子股東支持著經理人從事過度的短期冒險行為。修訂後的命令，目的是改善這個狀況並為公司永續盡一份力，這些將能促進經濟成長和創造就業。

新的命令規定了一些特殊的要求，以鼓勵股東長期性的參與並且增加透明度。這些要求關於：

- 董事的薪酬
- 股東身份的確認
- 股東權利行使的便利性
- 資訊的傳達
- 機構投資人、資產管理公司及代理投票顧問機構的透明度
- 關係人交易

關於「監督董事薪酬」方面，股東將有權對公司董事的薪酬政策投票表決。新規範下，薪酬政策應該有助於企業策略、長期利益及公司的永續發展，而不應該連結到短期目標。

董事的績效應該運用財務和非財務指標一起評估，包括適當的環境、社會及治理因素。薪酬政策也必須公開揭露，並且在股東會投票結果出爐後立即揭露，不能有所延遲。

關於「確認股東身份」方面，新的命令將要確保公司能確認股東身份，並從投資鏈上持有股東身份資訊的中介機構獲得相關資訊。該目的就是要便利股東權的行使及其對公司的參與。

歐盟成員國也許會規定在其各自境內的公司，只被允許針對持有股份或投票權超過一定比例的股東，要求確認其身份，該比例不會超過 0.5%。

關於「便利股東權利行使」方面，中介機構必須要便利股東行使權利，包括股東會的參與權與投票權。中介機構也有義務以標準化且及時的方式，提供股東

所有關於公司的資訊，以利他們能適當地行使股東權利。此外，中介機構因應新規範所做的任何改變，必須公開揭露。

關於「機構投資人、資產管理公司及投票顧問機構的透明度」方面，新的要求會協助機構投資人及資產管理公司，在他們進行股東參與的方式上更為透明。他們必須發展出一套股東參與的政策並將之公開揭露，不然就要解釋他們為何不如此做的理由。

在該政策裡要敘述他們如何將股東參與整合納入其投資策略之中，以及他們進行參與的活動。另外政策還要包含如何管理實際的及潛在的利益衝突，特別是當機構投資人或資產管理公司、或其關係企業與被投資公司之間，存在重大業務關係時。

很多機構投資人與資產管理公司會利用投票顧問機構的服務，而這些機構提供的服務是研究如何在上市公司股東會上投票，並給予諮詢及建議。投票顧問機構在公司治理上扮演著重要角色，因為他們可以減少分析被投資公司資訊的成本，而他們也可能對投資人投票行為具有重大的影響。投票顧問機構也將受到透明度的要求及行為準則的規範。

關於「關係人交易」方面，關係人交易也許會損害公司及其股東的權益，因為該交易也許會讓關係人有機會取得應屬於公司的價值。因此，新的命令規定，重大關係人交易案應該提交股東或是公司的行政或監督單位核准，以適當地保護公司的利益。公司最晚必須於交易做出結論時對外公告重大交易案，而且要有能評估交易公平性的所有資訊。

接下來，新命令將會正式公告在歐盟的官方文告上。成員國有 2 年的時間可以將新的條款納入各自的國內法中。

(資料來源：European Council，“Shareholders' rights in EU companies: Council formal adoption”，2017 年 4 月 3 日，http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2017/04/03-shareholder-rights-eu-companies/)

## 德國：投資人關係及股東與監事會的溝通

投資人關係長是公司與資本市場的窗口。他們負責持續與市場溝通，同時將市場觀察回報給公司。最新的德國公司治理守則修訂是調整了關於監事會溝通的部份，未來將會更為擴張他們的功能。

在現行的德國公司治理守則第 5.2 條提到，監事會應在其認為適當時和投資人討論與監事會相關的議題。而這段文字現在引起熱議。

監事會（相對於董事會）與投資人間的溝通，在德國法律裡並未明確規範，因此公司及其監事會對此的詮釋各異。在德國雙軌制的董事會系統下，董事會負責日常營運，包括對外溝通，監事會負責的是建議與監督。直到現在，大多數律師還是把此架構解讀為監事會不應該介入日常營運事務，也不應該積極與市場或公眾溝通。

然而，監事會所隱含的權力(implied powers)，其實是某種灰色地帶。在涉及任命董事會成員、設定其薪酬或同意某些策略決定時，監事會的確還是會涉及營運的。而且在實務上，很多監事會事實上還會公開表達意見。

每天與國際投資人打交道的德國法蘭克福指數公司，他們一直都很清楚要不讓監事會對外溝通，根本是不可能的。投資人（特別是英美國家的）對德國雙軌制的系統並不熟悉，常會直接找監事會討論他們關心的議題。因此，監事會與投資人之間對話，是現在很多公司常見的實務作法。

2015 年 12 月所提出的「促進股東溝通」(Developing Shareholder Communication, DSC)倡議，就是要回應這個事實。其目的是促進監事會和投資人間之對話，資訊充分的討論，並且為此建立一個架構。該倡議除了由公司、投資人與學界代表組成的領導性工作團體建議外，也被利害關係人團體提出，其代表包括監理機關、經挑選過的協會與組織，比如德國投資人協會 Dirk。

2016 年 7 月，這份倡議公布了關於投資人與監事會對話的八點原則。這些原則明確地支持監事會要作直接溝通，但也要制定有嚴格的限制。例如，是否對投資人進行對話，只有在經由監事會主席裁決同意後才可進行。此外，對話的議題應該只與監事會直接負責的領域相關，例如，不會包括策略發展與執行，除非此涉及監事會角色或是策略執行的評估。

該倡議還建議，監事會與董事會要釐清對於投資人關係，監事會可能或應該有的權限或任務範圍。德國公司治理守則雖然並未明確提及前述內容、或提到這些原則，但基本上是採納了該倡議的要求及建議。

德國投資人協會 Dirk 多年來都在推動增進監事會與投資人間的對話。我們相信，現在德國公司治理守則為投資人關係實務設定架構是合理有意義的。此倡議所發展的原則，可以協助落實守則的建議。

現行最佳實務顯示，清楚地建立監事會的責任和溝通權限、並定義其主席的溝通功能，是非常重要的一件事。清楚的政策可以保護公司及監事會避免溝通的破裂，並且讓他們在不會引起臆測的某些條件下能不回應固執的投資人（或記者）。重要的是，監事會對投資人關係的責任與限制要明確定義—尤其要在公司發現自己身處關鍵的重要時刻前。每日的工作包括與投資人溝通的投資人關係長，可以、也應該要推動這件事，並且以董事會和監事會的中介者身份行事。

為了預防彼此矛盾的資訊，換言之就是確保「意見一致」的政策，是非常必要的，所以誰可以就哪些議題說些什麼以及何時發言，要有清楚的共識。在監事會主席與投資人交談時，投資人關係長必須被邀請參與，而監事會主席可能在投資人關係方面經驗不足，投資人關係長還要提供支援。畢竟，對資本市場的溝通，還是投資人關係的核心功能。

(資料來源：IR Magazine，“IR and shareholder communication with the supervisory board”，2017 年 4 月 12 日，https://www.irmagazine.com/articles/corporate-governance/22016/ir-and-shareholder-communication-supervisory-board/#)

## 臺灣：責任投資將成趨勢

國泰金投資長程淑芬表示，國際社會重視「責任投資」，嚴格要求被投資對象是否能永續經營、履行社會責任和落實公司治理，國內也有相同的要求，相信台灣在此之趨勢下，也會愈來愈重視責任投資。

台灣上市櫃公司協會 3 月 15 日舉辦東方領袖講座邀請國泰金投資長程淑芬以「企業永續及責任投資之國際趨勢」為講題進行演講。

什麼是責任投資？程淑芬表示，金融業吸取大眾的資金、企業從股東增資取得資金，就有永續經營的責任，尤其隨著M型化社會來臨，民眾對企業獲利方式要求，標準日益提高，投資者更必須投資永續經營、履行社會責任、公司治理好的企業。

程淑芬說，全球有 1500 位代表簽署責任投資，代表超過 62 兆美元的資產關注於責任投資，來源主要分為三部分，第一類是主權基金、退休基金；第二類是管理人；第三類則是相關顧問公司例如普華永道（PwC）。

程淑芬指出，現在國際投資界的趨勢是，投資者、主權基金或者退休基金更重視企業永續的作為，以國泰金為例，投資者就會關心國泰金是否符合保險業的責任保險原則、保費轉投資時有沒有深入研究投資對象的公司治理。不僅國外有責任投資的趨勢，國內也愈來愈重視責任投資。

金管會要求保險業選擇投資對象，要考量被投資者是否做好企業社會責任（CSR）。程淑芬說，在責任投資之下的資產管理公司、投資者來看，以國家或地區區分，來自香港、馬來西亞最多，台灣卻相對較少。

但程淑芬為台灣平反，她說，可能調查時，大家都還不太了解責任投資、也不太清楚問卷的內容，所以台灣無法拿到好的成績；但近幾年台灣愈來愈重視責任投資，希望未來台灣的排名與投資金額可以愈來愈好、愈來愈多。

程淑芬也點出全球金融機構道德問題，許多業者為了衝市占率，常向投資大眾推銷商品多元資產配置、報酬率高，但多元資產配置可達 4%~5%的報酬率，若不投資高收益債，如何達到報酬率目標 ？

她說，高收益債就是包著漂亮衣服的垃圾債券，一旦該債券利率從 8%掉到 6%時，投資大眾實際上會面臨更大的風險問題。

保險公司也有同樣問題，為了要拚市占率，保證收益比其他公司多 0.2%，或向民眾保證利率，為了達到更高的收益率，將短期的資金投入在長期債券上，

造成資產與負債的不匹配，影響金融機構對大眾的承諾。

程淑芬還說，各種產業競爭都陷入殺價環境，不只是製造業，金融業也一樣，不是與韓國、日本人競爭，而是台灣人自相殘殺，這並非好現象，但是現在原物料、面板等都漲了，買方可殺價的空間縮小，連蘋果下單也無法殺價，看起來台灣環境是在改善之中。

（資料來源：公司治理中心，「程淑芬：責任投資將成趨勢」，2017 年 3 月 16 日，http://cgc.twse.com.tw/latestNews/promoteNewsArticleCh/1638）

更多我國公司治理訊息請參考公司治理中心網頁/宣導及出版品/最新動態 http://cgc.twse.com.tw/pressReleases/promoteNewsCh

## 臺灣：發揮董事會效能 確保企業的卓越

《追求卓越》這本號稱 20 世紀最具影響力的管理書籍，在 1982 年出版時，整理出像 IBM、麥當勞與 HP 等卓越企業的八大特質，但是，僅僅經過兩年，美國商業週刊報導這 43 家卓越企業卻有 14 家已經不再卓越，甚至有 32 家還傳出財務問題。如果該書所整理的八大卓越企業的特點確實有效，那麼問題出在哪裡？這是一個值得探討的問題。

中華公司治理協會董監培訓委員王淮指出，其實國內的大企業，也存在「如何持續保持企業的卓越」類似的隱憂。今年過年時，台積電董事長張忠謀先生跌倒引起國內外震動，甚至 ADR 股價下跌，事實上連同鴻海集團董事長郭台銘，都是投資人一直關注的焦點：他們年事已高，當他們卸下董事長重擔之後，如何維繫企業之卓越？

王淮表示，要維持卓越企業，除了有優異的領導人，如董事長與執行長外，最重要是有一個健全的董事會。而根據英國公司治理守則所示，公司應該要由一個有效能的董事會領導，藉由他們集體的負責讓公司邁向長期的成功。因此王淮引用英國董事協會的話說，董事會就是公司的心臟，因為心臟推動血液流動，供應氧氣和各種營養物質並帶走代謝物。

金管會在 2013 年提出「公司治理藍圖」後，搭配公司治理評鑑實施，可以看到在短短 2 至 3 年間，台灣的公司治理似乎有顯著進步，國外評比機構對於台灣公司治理的提升給予肯定。從「公司治理藍圖」計畫的推動以及證交所的第四屆公司治理評鑑發佈來看，上市櫃公司要繼續超越勝出，關鍵就在於強化董事會的結構與運作。相較於過去多數企業沒有執行過董事會評估、或根本沒有意識，現在有越來越多的企業有意願藉由外部的專業評估，為公司的董事會做一次體檢。

另外他還指出，現在這個快速變動的企業經營環境下，董事會不能只是一個法定組織，或者只有監督功能，更需要還要肩負起決策領導功能。因此董事會效能評估構面，必須包含以下幾個層面：

1.董事會之組成

2.董事會之指導

3.董事會之授權

4.董事會之監督

5.董事會之溝通

6.內部控制及風險管理

7.董事會之自律

8.董事會會議之進行及支援系統(如董事會秘書)

而進行董事會評估，除了董事會自我評估以外，最好也委託外部第三方執行外評，以獲得更為專業而客觀的體檢機會。王淮在最後指出，進行董事會評估前要先釐清其目的：不只是因為治理守則倡議或為評鑑加分，而是為了強化董事會效能，確保企業邁向卓越。

（資料來源：經濟日報，「發揮董事會效能 確保企業的卓越」，2017 年 3 月 30 日 https://money.udn.com/money/story/10900/2375343）

更多我國公司治理訊息請參考公司治理中心網頁/宣導及出版品/最新動態 http://cgc.twse.com.tw/pressReleases/promoteNewsCh