

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 (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

- ◎ 亞洲：股東行動主義促進亞洲企業文化轉型
- ◎ 美國：保守黨智庫新報告認為代理顧問公司應受監管
- ◎ 歐洲：EFAMA 將連結歐盟法令採行盡職治理守則
- ◎ 歐洲：今年仍有半數英國公司忽視股東反對問題
- ◎ 臺灣：電子投票 改變股東會形態
- ◎ 臺灣：搶救低薪 摳門企業將現形



亞洲：股東行動主義促進亞洲企業文化轉型

隨著少數股東開始股東行動，長期保守的公司逐漸受到衝擊。亞洲家族企業近年來開始遭受少數股東攻擊，在一些最保守的商業環境中，少數股東們開始行使自己的權力，近期內已有兩家大型亞洲公司董事會議案遭少數股東反對。

5月21日，現代汽車(Hyundai Motor)遭外國基金少數股東反對，進而取消一項具爭議的88億美元重組計畫(該計畫將強化原創立家族的控制權)。次日，印度第二大連鎖醫院 Fortis Healthcare，繼三名受投資人反對的董事辭職，投資人再度合力罷免另一名受反對的董事，也引爆該公司接班人鬥爭的開端。

股東行動主義在全球不斷升溫，像荷蘭皇家殼牌(Royal Dutch Shell)和德意志銀行(Deutsche Bank)這樣的老牌公司，最近都曾遭到投資人反對；但在亞洲多為世襲的家族企業的環境下，這是一個相對較新的現象。根據摩根大通(JPMorgan)調查，亞洲的股東行動主義運動(activist campaigns)，已由2011年的10場，增至2017年的106場，占美國以外地區運動比率亦由12%升至31%。

總部設於首爾的斑馬投資(Zebra Investment)負責人 Lee Won-il 表示：「我們將看到更多財閥(家族所有的企業集團)在繼承過程中的重組交易，將面臨更嚴格的股東審查，因投資人將變得更加激進，以要求更好的公司治理和股東報酬。」

有兩個主要原因促成這種變化。首先，因冀望中國式的持續經濟增長時期可提升投資收益，機構投資人(尤其來自海外)對亞洲企業的興趣日益濃厚。根據孟買機構投資人諮詢服務公司(Institutional Investor Advisory Services)的資料顯示，機構投資人持有印度上市公司股權比例，已由2008年的23.5%，升至去年9月的33.7%，其中外國基金的投資人占比，亦已由2008年底的13%成長至21%。

部分美國基金近期在亞洲格外活躍，例如曾帶頭反對現代汽車提案的Elliott Management公司，近年持續推動香港以家族經營的東亞銀行(Bank of East Asia)出售，2015年亦試圖阻止韓國三星集團(Samsung group)兩家子公司的爭議性合併案(不過最後以些微差距落敗)。

Daniel Loeb 的避險基金 Third Point 瞄準了日本的幾家公司，包括零售商 Seven & i，該公司前執行長因試圖任命其子擔任其繼任者而受到 Loeb 的批評，最終執行長鈴木富春(Toshifumi Suzuki)宣布辭職。在此同時，Elliott Management 也成功推動日立國際(Hitachi Kokusai)以較高價被美國私人股權公司 KKR 收購。今年五月，在長久爭執下，日立(Hitachi)表示準備收購 Elliott Management 的義大利鐵路工程公司安薩爾多(Ansaldo)股份，似乎又是該基金再次的勝利。

鑒於這些引人注目的外國避險基金成功案例越來越多，鼓舞了日本國內股東行動主義人士，目前，日本股東行動主義人士已開始介入多起忽視少數股東利益的併購交易。摩根大通(JPMorgan)表示：「儘管大多數較易成功的股東行動已在美國實踐，但在亞洲，未出現許多明顯的股東行動主義要求，而企業集團結構和膨脹的資產負債表，創造吸引股東行動主義者提高股權釋放價值的機會。」

另一個因素是政府改革。過去在日本，投資人經常受到來自官方的阻撓，而日本首相安倍晉三(Shinzo Abe)已試圖透過強制企業任命兩名外部董事，以改變日本企業文化，甚至也私下接見 Loeb 等投資者給予鼓勵。印度政府先前亦推動通過新公司法案，允許以電子方式投票，首次賦予所有股東投票機會。孟買機構投資人顧問公司創辦人 Amit Tandon 表示：「過去投資者會通過郵寄方式投票，但如果這些投票違背董事會意願，它們會離奇消失。」。而在韓國，投資者甚至已可以通過手機投票。

許多專家表示，一場重大企業文化變革，正在亞洲各地發生。Tandon 表示：「家族企業模式的優點，在於公司管理階層可從跨世代角度看待問題，不必過分憂慮季度業績，但當主導股權被濫用，犧牲其他少數股東，作出有利於當權者的決定時，我們必須要有所防範，而我們在這方面也做得越來越好。」

APG 資產管理公司(APG Asset Management)的公司治理顧問 Park Yoo-kyung 表示：「企業現在正傾聽投資人的需求，並試圖在決策上回饋投資人期待，這是公司治理向前邁進的一大步，而這種改變是難以逆轉的。」

(Financial Times, “Shareholder activism fuels cultural shift across Asia Inc”, 2018年5月29日, <https://www.ft.com/content/668db980-5f33-11e8-9334-2218e7146b04>)

美國：保守黨智庫新報告認為代理顧問公司應受監管

保守黨智庫「據曼哈頓政策研究所」表示，在 ISS 和 Glass Lewis 擁有美國約 97%代理顧問服務市占率下，美國公司的治理決策可能受代理顧問公司建議所影響。ISS 和 Glass Lewis 過去一年中面臨來自全國投資人關係研究機構 (NIRI)、納斯達克、紐約證券交易所和美國商會等機構批評及要求監管的呼聲。去年美國眾議院通過一項對代理顧問公司的法律要求，但目前尚不確定是否將在參議院討論。

對投資者和發行人的影響力

曼哈頓研究所於報告《代理顧問公司：實證經驗與改革案例》中表示，代理顧問公司的建議受政府退休基金和社會基金的影響，所專注的議題可能不符合廣大投資者最大利益。曼哈頓研究所法律政策主管 James Copland 表示「雖然這些建議反映一些機構投資人看法，但在一些領域明顯偏離一般投資人的選擇。代理顧問公司正在迎合部分機構投資人的需求，特別是那些不需要競爭民間資金的機構，像是政府退休基金和社會基金，尤其當面臨薪酬諮詢投票制度(say-on-pay)、通過全公司分紅配股計畫、重要代理人競選的情況下。」

ISS 駁斥此一說法，ISS 代理顧問業務負責人 Lorraine Kelly 表示：「機構投資人對此說法抱持不同意見，許多機構投資人對如何構成良好公司治理抱持自主的意見與投票政策。2017 年 ISS 建議反對前 3,000 大公司中約 12%公司的薪酬諮詢投票制度，但僅成功反對 2%公司。」

曼哈頓研究所報告亦指出，發行者對於治理議題，會根據代理顧問的投票建議做決定，以增加獲得正面推薦的可能。(為顯示代理顧問公司影響力)Copland 引用美國諮商會、納斯達克和史丹佛大學 Rock 公司治理中心 2012 年研究成果：「72%公司會檢視代理顧問的高管薪酬政策，並對提案的政策請求回饋意見，在這樣往來過程中，32%公司改變揭露政策；24%公司減少或取消某些遣散福利。」對此業務負責人 Kelly 回應：「ISS 鼓勵公司基於股東最大利益做出決定。」

代理顧問公司的透明度

曼哈頓政策研究所進一步表示，ISS 與 Glass Lewis 在決策過程不透明。Glass Lewis 未透露其更新政策指引的流程；ISS 的流程較為公開，它會對發行人和投資人進行調查，然後對結果進行圓桌討論，之後 ISS 會發布建議草案，並邀請利益相關人表示意見。

不過此報告認為 ISS 也還有更加改善的空間，Copland 表示：「他們得到許多評論，並用這些來支持他們的結論。但他們並不受理批評，所以你可以自由表示意見，然而他們不會告訴你結論是如何達成的。」

該報告之建議

曼哈頓政策研究針對此議題提出兩種建議：(1)加強監管 且/或 (2)不再強制要求所有機構投資人對所有股東提案投票。關於前者，眾議院先前通過的透明度法案，參議院還尚未進行，結果將如何仍不確定，但 SEC 可降低代理顧問公司的影響力。後者的建議則較激烈，希望扭轉 SEC 強制所有機構投資人(包括共同基金)對所有股東提案均必須投票的現況。

Copland 表示：「保有公司長期策略，進而創造股東價值，(經此研究現行)與股東民主並不相容。當有多個議題在進行，民主並不容許僅出現一樣的結果，這才是需要多場選舉的原因。主張應採取不受監管的自由形式民主，對經營大型企業而言是場災難。」

(資料來源：IR Magazine，“Proxy advisory firms should be regulated, says new report”，2018年5月29日，

<https://www.irmagazine.com/regulation/proxy-advisory-firms-should-be-regulated-says-new-report>)

註：曼哈頓研究所《代理顧問公司：實證經驗與改革案例》報告全文可詳見 <https://www.manhattan-institute.org/html/proxy-advisory-firms-empirical-evidence-and-case-reform-11253.html>

歐洲：EFAMA 將連結歐盟法令採行盡職治理守則

歐洲基金與資產管理協會(EFAMA)已將其盡職治理原則整合納入新修訂的外部治理守則(Code of External Governance)。EFAMA 表示，本次修訂原 2011 年發布守則，係配合歐盟股東權利命令(SRD)之修訂，及與現行相關用語整合一致。

本次修訂新增一個章節，清楚說明資產管理公司應如何代表客戶履行股東權利。另外也反映了投資人與被投資公司議和範圍的擴大，諸如環境與社會議題、遵循、文化與道德，以及績效和資本結構。新守則係協助資產管理公司透過盡職治理，在如何鼓勵公司就環境、治理、人權與社會挑戰上，採取最佳經營與管理實務。

EFAMA 表示，盡職治理包含對被投資公司的監督、行使投票權以及參與。資產管理公司忠實義務之一為保護與增進客戶資產，但也鼓勵創造長期價值與公司永續發展。此守則為指引文件，尤其對欲遵循修訂版 SRD 的資產管理公司。

SRD 的立法在 2017 年通過生效，歐盟成員國必須在 2019 年 6 月前實施。SRD 要求資產管理公司與資產所有人有義務須揭露股東參與政策，並報告落實情形，否則須解釋未遵循其要求之原因。

道富環球顧問(State Street Global Advisors, SSGA)認為，歐洲公司董事會的選舉，應該以 1 年為標準。SSGA 進行的一項研究發現，較短的董事任期，會讓董事會能顧及股東的利益，更具究責性。該研究分析 13 個歐洲國家，發現各國多有董事任期的法律限制，但任期通常太長；而公司治理守則要求導入任期較短的國家，董事會選舉將較為頻繁。

SSGA 分析發現，德國公司董事會究責性最弱，符合德國法規的任期限制，其董事會 5 年才選舉一次。法國、西班牙、荷蘭與比利時的董事會任期為 4 年，僅略短於德國。英國、愛爾蘭、瑞士與北歐諸國董事會究責性最強，其董事任期為 1 年。

SSGA 負責歐洲、中東、非洲區盡職治理的主管 Rob Walker 表示，若無董事每年選舉的程序，股東要求董事負責及增進董事會品質的能力將會受到限制；不論股東有多麼不滿，某些情況下必須等待數年才能要求董事會成員負起責任。改變後可以提供一個有效機制，來履行其盡職治理的責任，促進董事會監督的品質和公司長期績效。

(資料來源：Investment & Pensions Europe，“EFAMA adopts stewardship code to align with EU laws”，2018年5月31日，
<https://www.ipe.com/news/asset-managers/efama-adopts-stewardship-code-to-align-with-eu-laws/www.ipe.com/news/asset-managers/efama-adopts-stewardship-code-to-align-with-eu-laws/10024971.fullarticle>)

歐洲：今年仍有半數英國公司忽視股東抗議

據倫敦羞恥榜(name-and-shame register of City)所統計的股東反對資料，今年遭遇股東反對的公司，其中達半數與去年異議相同。去年英國政府在檢視薪酬後，引進投資協會公共登記(Investment Association Public Register)。至 5 月為止，45 家公司的議案有超過 20% 股東否決，其中 21 家與去年重複；薪酬再度為異議之首，占 45 件反對議案中 14 件。

此彰顯一問題：是否公司注意到股東關切之問題？例如薪酬與董事會任命。投資協會負責盡職治理投資與公司治理的理事 Andrew Ninian 表示：「重複 2017 年問題的公司數目驚人，公司不能再忽視股東擔心的問題了。」

去年 12 月，商務部大臣 Greg Clark 在政府對外諮詢公司治理改革意見後，下令投資協會成立公共登記(The Investment Association Public Register)，以記錄發生股東反對議案的公司。【註：針對富時全指數(FTSE all share)公司股東的反對議案】。今年股東會將首度實施登記，目的是要讓外界瞭解有多少議案在股東會上遭投資人反對。Ninian 表示，期待股東會後六個月內公司開始著手回應投資人所關注之議題。

21 個與去年重複的公司中，有 12 家公司登記的異議與去年相同，包括持有 Zoopla 的公司 ZPG、Hammerson, Intu, Old Mutual, 以及 Inmarsat，都已經連三年遭股東反對。家喻戶曉的公司如每日鏡報的發行商 Trinity Mirror(即將改名為”Reach”)及酒吧公司 Mitchells & Butlers 則連續兩年因不同原因受到股東反對。Trinity 今年的政治獻金案，遭到 21% 投票反對。

很多大型公司可能遭新一波的抗議潮，比如 FTSE 100 巨擘 WPP 與 AstraZeneca，外界預期會連續第二年面對股東反對。代理投票機構 Glass Lewis 建議投資人要投票反對 WPP 董事長 Roberto Quarta 的續任案。

(資料來源：Evening Standard, “Half of UK companies ignore shareholder rebellions during voting season”, 2018 年 5 月 14 日，

<https://www.standard.co.uk/business/half-of-uk-companies-ignore-shareholder-rebellions-during-voting-season-a3838326.html>)

臺灣：電子投票 改變股東會形態

主管機關為保障股東權益並提升公司治理，加速推動上市（櫃）公司自今年起召開股東會時全面使用電子投票，另有 63 家興櫃公司自願使用電子投票，今年計有 1,734 家上市（櫃）、興櫃公司使用，對今年股東會產生革命性的改變。

至於對股東會議案通過與否，電子投票具有舉足輕重角色，甚至決定公司經營權之勝負。以去年為例，有 1,217 家上市（櫃）、興櫃公司使用電子投票，全體電子投票股數占股東會出席股數達 49.4%，其中高達 302 家公司電子投票比率超過五成，這些公司在股東會前的電子投票已決定股東會當天的投票結果。

電子投票進一步改變股東會當天議事進行形態。集保結算所指出，過往我國公司股東會用鼓掌方式通過議案，因為沒有經過投票表決，無法忠實呈現股東對議案表達之結果，為亞洲公司治理協會所詬病。

自集保結算所建置「股東 e 票通」電子投票平台以來，每年股東會使用電子投票之公司對議案均百分之百採逐案表決方式進行，使議案表決透明化，提升我國公司治理評鑑。

另外，電子投票有助於推動公司採董監事提名制。以去年為例，使用電子投票公司採提名制者達 71%，相較於尚未使用電子投票的上市（櫃）、興櫃公司於去年採提名制之比例僅 33% 高出甚多。顯見電子投票有助於提名制與逐案票決之推動，且對公司治理具有正面的顯著影響。

主管機關自 101 年強制資本額 100 億元以上之上市（櫃）公司使用電子投票以來，外國投資機構即非常支持以電子投票方式行使股東會表決權。另在集保結算所積極推動國內專業機構法人使用電子投票下，四大基金電子投票使用比率近 100%、國內投信及自營商均超過八成，今年更積極推動銀行及保險業使用。

另外，集保結算所為協助簽署人揭露股東會投票結果，於「股東 e 票通」股東會電子投票平台，新增「盡職治理投票統計」功能，已於去年 9 月 20 日上線。

（資料來源：經濟日報，「電子投票 改變股東會形態」，2018 年 5 月 31 日，
<http://cgc.twse.com.tw/latestNews/promoteNewsArticleCh/2454>）

臺灣：搶救低薪 摳門企業將現形

搶救低薪，金管會要求上市櫃公司揭露非主管級的員工薪資待遇，及與前一年度差異，讓投資人看出有無加薪，明(2019)年起納入公司治理評鑑，後(2020)年強制在年報揭露，透過市場力量，促使上市櫃公司薪資合理化。未來，從以上這些資訊的揭露就可明顯看出，那些上市櫃公司的員工薪水最低，多久沒替員工加薪，「摳門企業」相關資訊將「全都露」。

國內低薪問題引發各界關注，為促使企業重視低薪現象，金管會將採行相關措施，讓上市櫃公司重視基層員工薪資待遇，包括要求上市櫃公司揭露非主管職務的員工人數、年度員工平均福利費用(含薪資)，以及跟前一年度的差異。

金管會官員表示，藉此揭露可看出每一家上市櫃公司基層員工的薪水，以及有無對員工加薪。官員表示，之前已鼓勵上市櫃公司自行揭露調薪等資訊，但整體調薪資訊的揭露，包括董監事、高階主管及一般員工，看不出基層員工薪資情況。今年將新增鼓勵揭露，對於非主管職務的一般員工薪資待遇，這樣才能看出真正的低薪問題。

據了解，目前鼓勵的整體調薪揭露作法，真正揭露的公司並不多，因此，今年除新增揭露基層員工薪資外，明年開始也會將此納入公司治理評鑑項目。有做好這項資訊揭露的上市櫃公司，明年在公司治理評鑑上就可以拿到分數，藉此鼓勵更多公司揭露。

除此，金管會也打算修改法規，「強制」所有上市櫃公司，後年開始，就必須在年報中，對外揭露非主管的員工人數、平均薪資等福利，以及與前一年度差異等資訊。官員表示，政府機關無法強制上市櫃公司對員工加薪，只能透過市場監督力量，促使上市櫃公司薪資更加合理化。

此外，金管會也請證交所、櫃買中心研議，對外揭露低薪公司名單，目前兩單位正評估要使用那些篩選指標，也就是對「低薪」的定義，例如搭配公司獲利、營運狀況等，希望揭露低薪公司後，能讓公司重視並解決低薪問題。

(資料來源：經濟日報，「搶救低薪 摳門企業將現形」，2018年5月14日，
<http://cgc.twse.com.tw/latestNews/promoteNewsArticleCh/2415>)