

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

- ◎ 美國：投資人向 NYSE、Nasdaq 請願限制 IPO 公司同股不同權
- ◎ 英國：FTSE 公司被警告未遵循薪酬指引將面臨投資人反彈
- ◎ 英國：基金管理業團體警告公司治理議題累犯
- ◎ 亞洲：馬來西亞證券委員會歡迎公司治理排名提升
- ◎ 臺灣：新版公司治理守則上路
- ◎ 臺灣：公司治理再升級論壇 非財務資訊揭露要跟上國際



美國：投資人向 NYSE、Nasdaq 請願限制 IPO 公司同股不同權

美國機構投資者委員會(Council of Institutional Investors 或 CII) 於 2018/10/24 向紐約證交所(NYSE)及 Nasdaq 提出請願，要求限制上市公司的同股不同權架構。

矽谷企業家讚揚破壞現狀，但當談到他們的公司時，許多創始人都擁抱對抗變革的屏障。近年來大量新創(大多為科技)公司公開發行具不平等投票權的雙重甚至三級股權架構，藉此保證即使股權減少，創始人及內部人投票控制權仍可持續數十年。當 2017 年 Snap 上市時，甚至出現外部股東零投票權的情況。

2017 年在美國交易所上市的公司中，19%至少有兩類不同投票權之股別，較 2005 年僅 1%大幅成長。多數情況下，優先級別每股有 10 票投票權，而次等級別則每股僅有 1 票。不同權倡者認為這使創業家能關注長期、抵制投資者的壓力、確保每季收益增長。但這種「創始人最了解」的模式，也挑戰了「一股一票」的投票權與股權等比例之公司治理基本原則。由於一般股東缺乏影響董事會或管理層的投票權，多重股權結構剝奪一般股東對公司運營方式的聲音。

該請願特別要求交易所進一步修改其上市標準，藉此要求尋求上市且目前已具重股權架構公司，將不同投票權於 IPO 後 7 年內轉換為一股一票之規定納入其治理文件內，確保投票權與投資人風險資本一致。

CII 作為退休金和其他長期投資人之代表，一直呼籲交易所反對上市公司不同權股票之風潮。不同權股票將成為剝奪股東要求管理層及董事負責之工具。CII 主席 Ash Williams 表示：「雖然一些公司經特殊投票權，受善良的獨裁控制而受惠，我們看到其他因董事會假公濟私、缺乏戰略規劃且無效率而表現不良者，一旦問題浮現，外部股東求助無門。目前投資人、公司、律師事務所及其他 IPO 把關機構已逐漸有共識，即為解決日益嚴重、對越來越多公司長期穩健造成威脅的不同股權問題，有期限之落日條款為一合理解決方案。」

身為全球資產管理公司，BlackRock 表示相信一股一票制為公開發行公司之較佳制度、支持有期限的公司多重股權落日條款，並相信交易所需扮演重要角色。共同創辦人兼副主席 Barbara Novick 表示：「BlackRock 認為平等投票權為良好公司治理之基本原理。多重股權相關人員，包括上市交易所與政策制定者，須參與設置公司治理標準來保護投資人權益。我們鼓勵美國交易所藉由要求公司自動轉換或給股東延長多重股權架構之權利，在投票權上展現全球領導力，此將可向所有公開發行股東再度確立平等投票權之重要性。」

資產管理公司 T. Rowe Price 副總裁兼公司治理主管 Donna Anderson 表示：「一連串事件使我們相信關於不同股權之議題已有逐漸形成之共識。我們希望美國交易所能領導尋找符合市場長期參與者利益之解決方案。」

加州教師退休金系統(California State Teachers' Retirement System, CalSTRS) 執行長 Jack Ehnes 表示：「美國經濟優勢之一在於美國公司之動態性。成功的美國公司持續改變、重新改造他們的經營方式，所以他們應該擁抱最終將可強化股東價值的本身治理改變。」

加州公務員退休金系統(California Public Employees' Retirement System, CalPERS) 公司治理主管 Simiso Nzima 表示：「CalPERS 認同一股一票，然而我們也理解在公司公開發行初期，或許需要保護管理層來專注於建立公司願景及創造永續的股東長期價值，這也是我們身為投資人所追求的。我們強烈認為這種保護不應為永久，強制的有期限落日條款，應成為對抗管理壕溝的重要防護。」

CII 執行長 Ken Bertsch 認同對美國交易所落日條款以 IPO 後 7 年內為限之共識已出現，他認為 7 年已足以讓公司運用多重股權結構所提供的好處及控制，之後則開始變得像管理壕溝的手段：

1. 近期學術研究顯示：雖然雙重股權公司在 IPO 時平均有估值溢價，該優勢在 IPO 後 6~9 年內消散並在之後消失。
2. 越來越多首次走向公開公司設有落日條款。在 2017 年及 2018 年有多重股權結構的 38 家美國公開發行公司中，CII 追蹤到 11 家(29%)納入落日條款。
3. 成功運用落日條款的多重股權結構 IPO 公司雖少但比重增加，例如 Groupon (5 年後轉換)、Texas Roadhouse(5 年後轉換)及 MaxLinear(7 年後轉換)。
4. 投資人已開始對 Snap 及其他以零投票權 IPO 的高姿態公司(Altice USA、Blue Apron)不友好。
5. 一些成熟的雙重股權結構公司(著名範例如 CBS 和 Viacom)已陷入爭奪控制權的紛擾中，甚至連私有的 Uber，在醜聞撼動公司後，也決定走向一股一票。

(資料來源：CII，“Investors Petition NYSE, NASDAQ to Curb Listings of IPO Dual-Class Share Companies”，2018 年 10 月 24 日，
https://cii.membershipsoftware.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/FINAL%20Dual%20Class%20Petition%20Press%20Release%20Oct%202018.pdf)

英國：FTSE 公司被警告未遵循薪酬指引將面對投資人反彈

英國投資人協會(IA)已寫信給每間 FTSE 350 公司，警告若未遵循新版更嚴格的指引，投資人將投票反對其經理人整體薪酬組合。作為管理總計 7.7 兆英鎊投資資金的基金管理公司代表，IA 已發布新規範敦促大型上市公司抑制經理人超額薪酬。

該指引包含預防公司藉高額退休金膨脹經理人薪資之條文，並要求公司強化薪酬回歸與績效連結之能力。雖然法律上未強制投資人依此規範來反對公司或高階經理人，但大型投資人於股東會投票時（包括對薪酬案），會將其作為指引而參考採用。IA 盡職治理及公司治理部總監 Andrew Ninian 表示，公司需更強化說明薪酬與公司績效之間的關聯性，否則將在 2019 年面對更多股東反彈。

高階經理人薪酬大幅增加，已經引起外界呼籲設定執行長薪資相對員工平均薪酬的最高比例。投資人讓超額薪酬組合得以通過受到諸多批評，如 FTSE 100 的建設公司 Persimmon，前執行長 Jeff Fairburn 收取 7500 萬英鎊紅利，Fairburn 已因外界強烈反對其薪酬而下台。皇家郵政(Royal Mail)的案例中，即使高達 70 % 股東反對，仍未足以防止支付數百萬英鎊給執行長 Rico Back 或其前任 Moya Greene。在 IA 致公司信中呼籲薪酬委員會在設定高階經理人薪酬時要「考慮公平性的問題」及契約條件，來改變前幾年的現象。

相關調整包括主張公司給經理人的退休金提撥比例須與多數員工一致，同時要強化收回薪酬的能力，指引要求高階經理人要把薪酬以股份的形式保留在公司不發放，到離職 2 年後才能處分出售。至 2018 年 10 月底為止，IA 統計的公開登記資料中，股東反對薪酬案的公司已增至 61 家公司，較前一年同期增加 9 家。

(資料來源：Guardian，“FTSE companies warned to follow pay guidelines or face investor revolts”，2018 年 11 月 22 日，

<https://www.theguardian.com/business/2018/nov/22/ftse-companies-warned-to-follow-pay-guidelines-or-face-investor-revolts>)

英國：基金管理業團體警告公司治理議題累犯

英國資產管理業者警告，逾 30 家英國公開發行公司(包括 3 家資產管理公司)忽視股東憂慮。在致 32 家於倫敦交易所上市公司信中，英國投資協會(IA)表示已注意到這些公司已連續兩年因同樣的問題而被股東採取行動，顯示他們未有效解決問題。IA 的盡職治理及公司治理總監 Andrew Ninian 表示，當很多公司正採取必要行動與股東參與之際，卻仍有這麼多公司無法處理股東憂慮。

在 IA 自 2017 年發起公開登記(Public Register)中，這些公司都榜上有名。這個登記資料追蹤富時綜合股價指數(FTSE All-Share)中，於年度股東會或其他的情況下有議案被超過 20%股東投票反對的公司。資料亦記錄交付表決前撤案、有可能為避免股東反對的議案。

IA 本月已經發布一份「累犯」名單，點名那些一再因相同問題受股東反對的公司。這些「累犯」中有 3 家是有資產管理部門的金融服務公司：天達(Investec plc)、安石集團(Ashmore Group)以及 Impax Asset Management 的一個上市基金。Ninian 表示期待這些公司提供給股東最新的聲明，包括自年度股東會以來的股東參與、聽取股東意見，以及之後所採取的行動。

投資信託公司 Impax Environmental Markets plc 董事長 John Scott 表示，IA 的登記資料「為股東投票帶來必要的透明度」。身為一家公司的董事會，設法與 IA 就治理議題對話是有益的，然而這些反對票，未來不必然可作為股東反對或公司治理不良之指標，而可能反映代理投票顧問機構所提供的僵化「一體適用」建議之運用。

Scott 以自身公司為例說明，IA 記錄他們的董事會遭股東投票反對，原因為一家代理投票顧問機構認為安永事務所不夠獨立，建議股東投票反對續聘安永為該公司會計師，但其他代理投票顧問機構並未持相同觀點，對任命會計師所適用的規範也並不一致。董事會已經就此問題與代理投票顧問機構接觸，也相信將會採取適當措施來確保獨立性，但 2018 年的股東投票反對及董事會的回應，即成為公開紀錄中的一筆。

公開登記也顯示越來越多公司面臨股東反對，公開登記在 2018 年所增加的議案數迄今已達 287 件，較 2017 年增加 22%。Ashmore 與 Investec 則對此事件不願回應。

(資料來源：Investment & Pensions Europe，“FTSE companies warned to follow pay guidelines or face investor revolts”，2018年12月5日，
<https://www.ipe.com/news/asset-managers/uk-fund-manager-body-warns-corporate-governance-repeat-offenders/www.ipe.com/news/asset-managers/uk-fund-manager-body-warns-corporate-governance-repeat-offenders/10028469.fullarticle>)

亞洲：馬來西亞證券委員會喜迎公司治理排名提升

根據亞洲公司治理協會（ACGA）和里昂證券兩年一次的調查顯示，2018年在12個亞太國家中，馬來西亞公司治理排名由上屆的第7名升至第4名，成為最大贏家，與其他市場相比，馬來西亞的審計員和審計監管機構的品質也為最佳（與澳大利亞並列）。

馬來西亞證券委員會（下稱 SC）表示樂見馬來西亞在公司治理排名的成就，主席 Datuk Syed Zaid Albar 表示：「我們對馬來西亞改善公司治理之舉措受到認可而備感鼓舞，這是各方利益相關者共同努力的成果，未來公司治理仍將是 SC 監管議程之核心主題和優先事項，以確保馬來西亞資本市場的誠信及良好行為之標準持續受肯定。」

他並表示：「此報告顯示認可監管機構推動公司成長和公司治理改革之持續努力，並認同採用創新方法來改善公司治理，例如馬來西亞公司治理準則（MCCG）納入將任職12年以上的獨立董事續任採雙層投票制。此報告亦強調在『強化的執法文化』下 SC 起訴量增加，尤其關於內線交易。此外，SC 的審計監督委員會也被評為亞太區最有效的審計監管機構之一。」

此報告還強調運用科技來強化對公司治理實務的監控，此參照 SC 運用數據分析來監控上市公司對公司治理準則的採用情況。主席 Syed Zaid 表示 SC 將於2019年初出版一份專題報告來分享其研究結果。

（The Edge Markets，“SC hails Malaysia's improved corporate governance ranking”，2018年12月13日，
<http://www.theedgemarkets.com/article/sc-hails-malaysias-improved-corporate-governance-ranking>）

臺灣：新版公司治理守則上路

因應新版公司治理藍圖啟動，參考公司治理評鑑指標，並配合近期證交法、公司法修正等，證交所完成修正「上市上櫃公司治理實務守則」，自即日起實施，期提供建立良好公司治理參考、促進證券市場健全發展。此次共修正 19 條條文，重點摘錄如下：

1. 為加強內部稽核獨立性，鼓勵上市櫃公司內部稽核人員任免、考評、薪資報酬提報董事會或由稽核主管簽報董事長核定。
2. 為落實公司治理，提升董事會效能，新版公司治理藍圖推動設置公司治理人員，證交所及櫃買中心將增訂相關規章，要求一定規模以上的上櫃公司應設置公司治理主管，並規範資格條件、執掌等事項。
3. 為使董事長與總經理職責能明確劃分，並強化董事會獨立性，針對董總及其他相當職級者（最高經理人）為同一人、互為配偶或一親等親屬時，鼓勵公司董事會宜增加獨立董事席次且應有過半數董事不具員工或經理人身分。
4. 為持續強化薪資報酬委員會獨立性，鼓勵上市櫃公司薪資報酬委員會過半數成員由獨立董事擔任。
5. 為協助董事會了解其運作效能及職能發揮情形，並使功能性委員會績效評估內容更為明確。
6. 為利股東提早知悉各季與年度財務報告以及各月份營運情形，並參酌亞洲公司治理協會發布之 CG WATCH 報告，以及公司治理評鑑指標 3.4「公司是否在會計年度結束後 2 個月內公布年度財務報告？」。
7. 配合公司法對檢查人的規範、董事候選人提名制規定、規範監察人候選人提名制度、有關員工酬勞規定、增訂投保董事責任險規定，並使董事、監察人全心全意發揮職能，為股東創造最大利益、監察人得隨時調查公司業務及財務狀況等。
8. 為使資訊透明，並且使股東瞭解獨立董事、審計委員會或監察人與內部稽核主管間之溝通情形，建議由審計委員會召集人或監察人至股東會報告。
9. 參考公司治理評鑑指標 1.3，將「若有過半數董事且設有審計委員會者其召集人出席股東常會，則總分加 1 分」。

（資料來源：工商時報，「新版公司治理守則上路」，2018 年 12 月 17 日，
<http://cgc.twse.com.tw/latestNews/promoteNewsArticleCh/2839>）

臺灣：公司治理再升級論壇 非財務資訊揭露要跟上國際

台灣上市公司的資訊揭露，除了財務性的資訊，非財務資訊的揭露愈來愈受到重視，由經濟日報、台灣證交所與櫃買中心 12/31 舉辦座談會，希望各界能更重視非財務資訊的揭露品質，也鼓勵投資人多加重視，形成正面循環。

經濟日報、證交所與櫃買中心合辦公司治理再升級論壇，會中邀請金管會證期局副局長張振山、中華民國企業永續發展協會副秘書長莫冬立、四大會計師事務所代表，以及證交所與櫃買中心主管公司治理業務人員出席。

會中討論，上市公司應強化上市公司更重視非財務資訊揭露，並強調揭露原則應做到利害關係人包容性、永續性脈絡、重大性、完整性；在品質上則應做到準確性、平衡性、清晰性、可比較性、可靠性、時效性。

證交所表示，鑑於我國企業社會責任報告書編製數量已達一定比例，上市公司約達 32%，對於揭露品質亦有持續提升之必要，透過定期召開「提升非財務資訊揭露品質」會議，以集思廣益，做為擬訂提升非財務資訊發展方向與策略方針之參考。

若是非財務資訊揭露能持續改善，有助於促進企業非財務資訊揭露品質及溝通有效性，強化企業之當責性，並將財務與非財務資訊連結，補足財務資訊不足，使利害關係人能更有效評估企業之真實價值。

莫冬立表示，上市企業揭露企業社會責任報告書在數量上有顯著進步，但內容品質有改善空間。他指出，公司在揭露時，應釐清重大觀點的重要性、一致性、內容最好能被第三方確認，如此一來，就可以成為利害關係人的重要參考資訊，也可以強化企業的競爭能力。

證交所預期，今年底將有超過 330 家上市公司申報企業社會責任報告書，成果豐碩。證交所公司治理中心非財務資訊揭露品質提升輔導小組，更藉由每年定期蒐集並分析我國非財務資訊編製之現況，配合國際發展趨勢，檢視上市公司揭露。

(資料來源：經濟日報，「公司治理再升級論壇 非財務資訊揭露要 跟上國際」，2018 年 11 月 1 日，
<http://cgc.twse.com.tw/pressReleases/promoteNewsArticleCh/2027>)