



ACGA 臺灣公司治理白皮書

February 2011

亞洲公司治理協會 ACGA
香港

編輯:

Charles Lee, 亞洲公司治理協會 ACGA, 政策倡議經理
Jamie Allen, 亞洲公司治理協會 ACGA, 秘書長

With contributions from:

Gerard Fehrenbach, 荷蘭 PGGM Investments
Alexis Krajieski, 倫敦 F&C Asset Management
Karin Ri, 倫敦 Hermes Fund Managers
Dr. Daniel Summerfield, 倫敦 Universities Superannuation Scheme

(這頁刻意保留空白)

目錄

致謝 Recognition

摘要及建議 Executive Summary & Recommendations

序言 Introduction

第一議題：股東會議及股東投票 Shareholder Meetings and Voting

- 年度股東大會的群聚效應而讓股東會撞期
- 股東會議通知及股東會議程
- 「鼓掌通過」比對「投票表決」
- E-投票電子通訊投票、徵求委託書、及臨時動議
- 分割投票
- 公開揭示投票結果
- 建議

第二議題：董事會的有效性 Board Effectiveness

- 董事會的獨立性
- 獨立董事
- 董事選舉
- 建議

第三議題：股東權利 Shareholder Rights

- 併購（收購）和全面收購要約規則
- 主要股東持股比例之揭露
- 自願下市
- 私募
- 建議

附錄 Appendices

1. 香港董事提名候選人之揭露準則
2. 「亞洲公司治理協會」ACGA
3. 有關本《白皮書》之貢獻者: 個案研究提供者

致謝

Acknowledgements

這份《白皮書》是依據亞洲公司治理協會（ACGA）的研究，暨來自ACGA成員和世界各地及台灣的合作夥伴的貢獻而編製。內容經過2010年季度「ACGA投資者研討小組」會議討論，以及成員們詳細的反饋意見，不斷修定。也在2011年初在台灣的會議中，經過會員及友人的討論。

首先要感謝許多ACGA成員，因他們的貢獻而促成這份《白皮書》的完成，特別是感謝個案研究提供者：

- 荷蘭 PGGM Investments 之 Gerard Fehrenbach 先生
- 倫敦 F&C Asset Management 之 Alexis Krajewski 女士
- 倫敦 Hermes Fund Managers 之 Karin Ri 女士
- 倫敦 Universities Superannuation Scheme 之 Daniel Summerfield 博士

以上每一位都為此《白皮書》提供了寶貴的專業知識、洞察和經驗。毫無疑問地，因他們的付出，使得這本書成為更加有用和適當的文件。同時，更是本會的榮幸，能在此感謝台北ACGA成員和友人，這群願意支持並學有專精者，在編輯過程中，所大量提供的建言和幫助。

- 施振榮先生，宏碁集團創辦人暨智融集團董事長、亞洲公司治理協會理事
- 顏慶章先生，元大金控董事長及執行長
- 社團法人中華公司治理協會
- 劉文正先生，創意電子股份有限公司獨立董事
- 林寶珠小姐，安侯建業會計師事務所會計師、合夥人
- 林仁光先生，臺灣大學法律學院專任副教授

本會還要感謝其他在台灣的幾位個人和公司所提供的建設性反饋意見。最後，也要感謝本《白皮書》之譯者：Steven Ling 律師（約瑟外國法事務律師事務所，臺北）。感謝他的謹慎、勤奮和良好的幽默感，在短時間內完成這項任務。亞洲公司治理協會（ACGA）對本《白皮書》之內容準確性和本文件中之任何錯誤負全責。

Jamie Allen

亞洲公司治理協會ACGA，香港

2011年2月24日

摘要及建議

Executive Summary & Recommendations

臺灣基於其強而有力的企業界及其世界級的資訊科技業，儘管其實際面積頗為小，仍在全球經濟中享有一個高且突顯的形象。在過往的十年中，臺灣已在其公司治理制度上作出一系列改進，並在某些方面進行創新性改革。在有關於亞洲公司治理制度品質的全面性調查報告中，臺灣通常是排名於前百分之五十內。

臺灣有更大的雄心與抱負，尤其是提升臺灣金融市場能與國際菁英水準接軌，以利吸引更多外國企業來臺灣上市並投資於臺灣股市。然而對於一個追求負責任行事，即按照其股份行使投票權及參與權的全球性長期機構投資人而言，臺灣仍舊是一個困難及具挑戰性的市場。此外，大部份的臺灣上市公司之公司治理實務，尚有一段距離才能達到與全球標準相稱之地步。

亞洲公司治理協會（ACGA）寫了這份《白皮書》以描述本協會及其成員所觀察關乎臺灣最急迫的某些公司治理議題。亞洲公司治理協會（ACGA）對這些議題的解決，同時提供了一些建設性的建議。本《白皮書》專注在三個關鍵性議題：

- 股東會議及股東投票事宜 Shareholder meetings and voting
- 董事會的有效性 Board effectiveness
- 股東權利 Shareholder rights

我們相信：倘若臺灣能讓其公司治理制度與全球最佳實務典範更一致，這將會有助於其吸引更多的外來投資，並使得臺灣的資本市場變得更具有國際競爭力。我們的主要信念是：不同市場的共通標準有利於降低交易成本，提高投資人信心和強化溝通，並促進貿易與投資。這不表示在不同國家及不同市場之公司治理制度將會或應當完全相同；不同的在地文化及社會因素將讓各地的公司治理制度差異性存在。但是當某些共同標準是可以實現 – 即協助所有股東們創造一個更能讓所有投資者均有平等及公平行使股東權的機制，並持續改進一般性的公司治理制度 – 本協會相信在公司治理領域實現那些共同標準是關乎一個國家之切身利益而且是每個國家自然會追求及實現的。

為了達成此目標，亞洲公司治理協會（ACGA）盼望本《白皮書》內所包括的論點及建議能激勵政府官員間、立法委員間、金融監理機關及決策人員間、證券交易機構及決策人員間、上市櫃公司間及在臺灣的國內及國外的投資者間及其相互間熱絡的意見交流。

以下是本《白皮書》中所涵蓋的三個關鍵性議題的摘要，及亞洲公司治理協會（ACGA）所建議的行動方案：

1: 股東會議及股東投票 Shareholder Meetings and Voting

外國投資人發現：在臺灣的股東會議中，要擁有明確的相關資料並行使其投票權利是困難的。為了改善在臺灣股東會議的管理及透明度，及允許所有股東（即包括國內及國外股東）有足夠時間擁有明確的相關資料並公平行使其股東權，亞洲公司治理協會（ACGA）在此鼓勵臺灣金融監理機關及其決策人員能將此視為迫切的事情，並著手於系統化地重新檢視整個股東投票表決的制度。我們同時鼓勵上市櫃公司重新檢視其股東會議之相關程序（從發行年度股東會議手冊到在年度股東大會上計算投票之結果，及發佈該投票表決之結果），並自願盡快地採納全球最佳實務典範。

亞洲公司治理協會（ACGA）之明確建議可分為兩類：一為與金融監理機關有關的，另外為與上市櫃公司有關的。惟某些建議是與二者都有相關的。理想地或終極地解決股東投票制度之某些挑戰是需要金融監理機關之回應的。然而並無理由因缺乏相關的法規，而阻攔上市櫃公司在新的相關法律或規範生效實施前，自行解決某些問題。有某些領域，若能藉由上市櫃公司自行採納最佳實務典範的作法，而不是藉由法規之強制規定，將會加速及有效地改善現況。

A. 就金融監理機關而言：

- 1.1 鼓勵或要求臺灣上市櫃公司在每年在六月之前舉辦其年度股東大會，以避免群聚效應而讓股東會撞期。臺灣《公司法》允許臺灣上市櫃公司在其會計年度結束（通常是曆年的年尾）之六個月內舉辦年度股東大會，因此應該有可能將年度股東大會設定在四月或五月。金融監理機關可由在 2012 年開始，限制在同一天內不得有超過一百間上市櫃公司同時舉辦年度股東大會，進一步避免群聚效應而讓股東會撞期。
- 1.2 通過相關法令要求一旦上市公司發發佈其股東大會手冊最終版本後，股東大會之議程內容不得事後再作變更。
- 1.3 要求股東大會之議事手冊及議程之內容，應包含所有被提名之董事及監察人候選人的全名及其詳細背景資料。若某個董監事之選任有所爭論，則要求該公司揭露競爭董監事候選人之完整細節資料（因此，所

有提名須即早抵達公司，以便及時載明於大會議事手冊內）。以便改善在接近年度股東大會前或當天方得知董監事候選人資料之弊端。

- 1.4 從年度股東大會議程中排除提出臨時動議之權利。
- 1.5 允許外國機構投資人把其委託書交予其他投資人。
- 1.6 允許分割投票，以便能讓一個已註冊的股東及代理機構得以分配其投票於個別議案之不同意思表示。
- 1.7 為了促進通訊投票過程，應採納一個便捷之 E-投票電子通訊投票系統，使得股東能直接把投票傳給公司股務部門或股務代理人（增加投票時間及減少人為過失，如投票遺失），以利股東們能最慢在股東大會之前一天以電子通訊投票方式投票。

B. 就上市櫃公司而言：

- 1.1 考慮在六月之前舉行年度股東大會。

（註：自從 2011 會計年度起，上市櫃公司於每年會計年度終了後三個月內，必須公開經會計師查核簽證的年度財務報告 - 相較於之前的會計年度終了後的四個月內。這表示，以 2011 年 12 月 31 日為會計年度終了上市櫃公司，最遲必須在 2012 年 3 月 31 日公開經會計師查核簽證之年度財務報告。以上修正應有利於上市公司每年更早地舉行年度股東大會。）

- 1.2 至少在舉行年度股東大會 28 日之前，發佈最終版本的大會議程內容及大會議事手冊。
- 1.3 提供股東大會議事手冊之英文譯本，倘若外國投資人持有已發行股份總數是重大的（10% 以上股份為外國投資人持有）。在提出中文版本時，應同時提供英文譯本。
- 1.4 確保年度股東大會議程之正式（最終）版本，包括所有被提名董監事們之姓名及其詳細背景資料，不單是限於獨立董事候選人之背景資料而已（參附錄 1）。

- 1.5 確保股東大會議程正式（最終）版本中之項目內容固定，不要在發佈之後再作變更。
- 1.6 從年度股東大會議程中提出臨時動議之權利。
- 1.7 在其年度股東大會及其他任何股東會議上實施投票表決所有的議案，聘用一位獨立檢查者（如股務代理人或會計師）來檢核股東們的投票結果。投票表決之意思是計算所關乎每份股票之投票，無論該投票行為是何時以及以何種方式辦理的。（參第 21 頁有關「投票表決」(voting by poll) 的敘述）。年度股東大會之開會結果，將會因採用投票表決而提高其可信度。
- 1.8 股東會議結束之後的二十四小時內，發佈全部投票表決結果。針對個別議案之贊成票、反對票及棄權票應分別記載票數，並應公佈於公司、或證券交易所、或櫃買中心之網站上、或同時各別發佈在公司及證交所或櫃買中心網站上。較理想的作法是在股東會議上公佈投票表決結果。

2: 董事會的有效性 Board Effectiveness

為了增進董事會的有效性，臺灣上市櫃公司應擴大並加強獨立董事之角色。倘若臺灣上市櫃公司尚未實行下列措施，亞洲公司治理協會（ACGA）建議該上市櫃公司落實以下相關措施，作為最佳公司治理實務：

A. 就上市櫃公司而言：

- 2.1 儘快設置至少三位獨立董事，並在隨後的幾年裡朝獨立董事佔董事會成員中三分之一比重之理想邁進。重要的是被選任為獨立董事的品質；上市櫃公司不應為了滿足三分之一「量」的需求而犧牲對獨立董事之「質」的堅持。同等重要的是這些獨立董事們能帶給董事會甚麼樣的企業及產業的經驗及知識。選任獨立董事不應僅是形式上在空格內打勾，公司應選任真正符合公司需求之獨立董事。
- 2.2 設置一個只由全體獨立董事們組成的審計委員會，並由其中一位獨立董事為該審計委員會之召集人。
- 2.3 設置其他重要的董事會功能性委員會，例如負責提名及風險管理的委員會。參與董事會功能性委員會之董事們應有清楚描述的角色及責任

分工。所有董事會功能性委員會均應由大多數獨立董事組成，並由其中一位獨立董事為召集人。

2.4 要求董事們針對董事會及其個別董事成員之績效進行年度的自我評估，並為董事們提供相關進修訓練課程。同時將董事會及董事們的自我評估及進修情形及每位董事之出席記錄，公開揭露於年度報告中。

2.5 考慮縮短董事任期，強化究責文化，同時提高投資人對董事會的信心。

B. 就金融監理機關而言：

2.1 若有上市櫃公司繼續選擇不設置審計委員會而決定保留其監察人制度，亞洲公司治理協會則建議該監察人制度應該更具獨立性（即獨立於公司管理階層、控股股東、及董事會之影響）。譬如：主管機關應可要求上市櫃公司至少設置三位獨立監察人，並重新考量監察人的角色扮演及檢視監察人的職責是否可以充分發揮。此外，獨立監察人們應被鼓勵如董事會運作般，組成監事會，集體運作而非以個別監察人方式運行。

3: 股東權利 Shareholder Rights

為了使臺灣有關併購、主要股東持股比例之揭露、自願下市及私募之各別相關法令，能與全球最佳實務典範更接近，亞洲公司治理協會（ACGA）建議臺灣之金融監理機關執行以下措施：

3.1 檢視目前針對「強制性全面收購要約」（mandatory general offer）的過分複雜法規（即在 50 日之內取得 20% 以上股權），並修訂使之與 30% 的國際門檻一致。

3.2 把原本主要股東應揭露其持有已發行股份之 10% 的持股比例之門檻，降低為 5%，以利其他投資者能更清楚了解某個主要股東股權之變動。

3.3 要求所有提議自願下市的企業的議案需經其股東會同意，並提高目前僅需股份總額三分之二同意為通過之門檻。經由「專家工作小組」的專家建言報告，廣邀包括全球性投資者等市場參與者參與，廣泛徵詢、收集公眾意見後，建立更嚴謹的門檻。此外，排除董事會原本得

自行決定下市之權力。同時填補目前上市櫃公司在企業合併時，核准下市之低門檻的法律漏洞。

- 3.4 針對私募在為期 12 個月的任何的時段內，設定一個有限門檻規範有關藉由私募而發行的股票能發行的最大限額及較低的折價門檻。亞洲公司治理協會（ACGA）認為合理的目標是以私募發行股票之 5% 至 10% 為其最高限額，及 10% 為新股票之最高折價。在例外的情況下（譬如公司面臨破產），得允許為額度大小及折扣優惠百分比設立較高的門檻，或者當公司的確有需要較大規模（數量）的私募，但當且僅當獨立股東（即沒有利害關係的股東）有在年度股東大會或臨時股東大會上表決通過。

序言 Introduction

臺灣有亞洲最發達的經濟之一。它的許多領導性企業已深深地融入、併為全球供應鏈的一環。臺灣孕育出一些在高科技消費品領域中已建立全球性品牌的企業，以及一些被視為在公司治理領域中扮演區域性領導的企業。正如其他的亞洲市場，臺灣在過去的十年中，平穩地提高了上市櫃公司的公司治理標準。臺灣已使其會計及財務報告準則更接近符合國際標準及規範；同時也改進了非財務性報告的標準。在臺灣已使得少數股權股東提名董事較為容易（事實上，臺灣有全球最為民主化之一的董事提名制度）。臺灣亦領先其他國家及地區，已成立一個法定機構 - 財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心 - 來保護小股東們。

儘管臺灣在全球經濟中之地位，但是臺灣之公司治理離全球公司治理標準尚有一段距離。雖然在 2010 亞洲公司治理評等報告（CG Watch 2010）（即最近由亞洲公司治理協會（ACGA）及里昂證券亞太區市場（CLSA Asia-Pacific Markets）完成的區域性調查）中，臺灣之排名仍保持亞洲第四名（與泰國並列為第四名），惟其 55% 的得分意味著尚有重要的弱點存在。有件使得投資人驚訝的事實就是：臺灣並未要求所有上市櫃公司設置獨立董事及審計委員會，此點不同於日本除外之亞洲其他主要市場。新上市櫃公司已被要求選任獨立董事及部份領導性企業已自動設置獨立董事外，在臺灣很多大規模的企業仍未改採獨立董事制度。與其設置審計委員會，多數臺灣公司仍舊依賴長期來已建立的監察人制度 - 而許多人亦承認，一般監察人之獨立性不足，且公司監察人制度之有效性面臨諸多質疑及挑戰。

對許多試圖成為與臺灣當地公司有積極互動及參與之長期機構投資人而言，臺灣仍舊是一個具有困難及挑戰之市場。委託書投票就是一個例子。在 2006 年由亞洲公司治理協會（ACGA）所主導而涵蓋亞太地區十個市場的調查報告中，臺灣排名為倒數第二名，居於日本排名之後。這個結果促使亞洲公司治理協會（ACGA）及其投資人會員提高與臺灣進行互動之優先順序，以便改善其公司治理之實務。理應歸功於臺灣金融監理機關及幾間上市公司的正面回應，某些規範及實務已有改進，並且有更多其他改進措施已在擬議中。然而五年過去了，股東投票制度仍欠缺效率，並在許多方面是不透明及過度複雜的，且目前仍無股東平等及公平行使股東權的機制。

總的來說，亞洲公司治理協會（ACGA）相信臺灣之公司治理發展到目前為止，仍屬片片斷斷及不協調的。造成以上情況之原因之一，是大多數企業為家族企業及其對大步改革之反對。顯然很多家族企業並非熱衷地看到有外人

加入其董事會，或股東會有更加透明的股東投票程序。另外一個障礙是臺灣股市之本質、與現狀：即大部分仍是由著重短線交易的散戶投資人所主導。在臺灣市場，相對上較缺少國內及外國長期機構投資人（而即使有長期機構投資人，其規模亦較小）。這表示來自市場要求支持改善公司治理的持續壓力，在臺灣是明顯缺席。第三個因素也是最為最棘手的是：臺灣的立法機構。新的法案及主管機關之法律修正案慣常性地因不同的政治因素而在立法院內耽擱幾個月甚至幾年。例如：一個有關允許股東表決權分割行使的指標性公司法修正草案（以解決全球投資人及本地公司在股東會中為符合出席股東之法定最低股東數額所面臨的最大問題之一）已在立法院內耽擱近 2 年，最近它與其他修正案已完成了一讀（尚需二讀及三讀）。

結果，金融主管機關雖非被動，但在應該更積極推展改革之作為上，仍顯得不夠主動，尤其有關解決立法過程中的耽擱。亞洲公司治理協會（ACGA）瞭解臺灣之文化傳統主導大部份的法令修正，必須有法律強制規定（包括法律及其補充之命令）方能對當地企業、公司之行為產生影響。但是，修正法律常是一個冗長的過程。倘若能使用證券上市櫃準則，及自願性的最佳實務守則而提高公司治理標準，將會大大助益臺灣資本市場之發展及增加投資者的信心。以上設想亦關乎臺灣金融監理機關及證交所、櫃買中心共同扮演更多鼓勵及說服上市櫃公司，以自願之方式改進公司治理，而不是光以遵循法規方式來從事公司治理之領導角色。

這份《白皮書》的基本精神是：上市櫃公司在許多方面是可以自願地改進其公司治理以便使其之治理與全球公司治理之最佳實務典範一致。臺灣上市櫃公司不需永遠等待主管機關強制要求公司採取相關公司治理措施。採取此類自願改進行為的公司，亦是讓這些承諾實施優質公司治理的企業與其競爭者區隔的一個簡單方法、降低風險、及使自己對投資者更具吸引力。依照亞洲公司治理協會（ACGA）之經驗，自願改進公司治理通常是一有效益性的，它將引發整個市場施行公司治理的新標準。

對亞洲公司治理協會（ACGA）而言，臺灣將繼續是本協會提倡公司治理的一個主要焦距。亞洲公司治理協會（ACGA）於 2010 年首次在台北舉辦本協會之年度會議。本協會於 2010 年初寫信給 31 間大型上市公司（組成本協會之投資人會員在臺灣投資中持有最高股份率之企業）並催促它們在組織其年度股東大會中，採納全球公司治理之最佳實務典範。備受鼓勵的是有幾間公司回覆並正面地回應本協會之建議。在本協會最近兩三年的實際經驗中，持平地說有越來越多具有影響力的臺灣企業，能以開放的心胸接受有關公司治理事務的新觀念及作為。

本《白皮書》的目的是列出亞洲公司治理協會（ACGA）及其投資人會員針對臺灣公司治理的某些較為迫切的關心議題，同時提出有關能如何糾正這些議題的明確建議。其中有些建議是提供給主管機關，另外有些建議是提供給所有的上市櫃公司。亞洲公司治理協會（ACGA）並未嘗試以本《白皮書》涵蓋所有相關議題，因此某些議題（譬如內線交易及關係人交易）之省略，不應被視為亞洲公司治理協會（ACGA）及其投資人會員不關心此類議題。

有如一位在臺灣具有領導性地位的企業家與我們分享：「公司治理改革是需要法規上及企業文化上雙管齊下齊頭並進。惟獨在人們的觀念及態度轉換之後，才能期待真正及持續的改變實現」。我們了解這個改革過程已經在臺灣進行中，並期待本《白皮書》內所包括的論點及建議能催化性地促使在臺灣立法委員間、金融監理機關決策人員間、證券交易機關決策人員間、上市公司間、在臺灣國內及國外的投資者間及其相互間均有熱絡的意見交流。亞洲公司治理協會（ACGA）亦希望本《白皮書》將對臺灣資本市場及其整體經濟之進一步發展，具有建設性的貢獻。

第一議題：股東會議及股東投票 Shareholder Meetings and Voting

相較於大多數的亞洲其他市場，外國投資人很早就發現在臺灣的股東會議中，要在被充分告知的情況下有效地行使其投票權利是較為困難的。如果臺灣對推動其資本市場使其更具國際化是認真的，則推動其股東投票制度使其能與全球最佳實務典範一致，將直接關乎臺灣之切身利益。

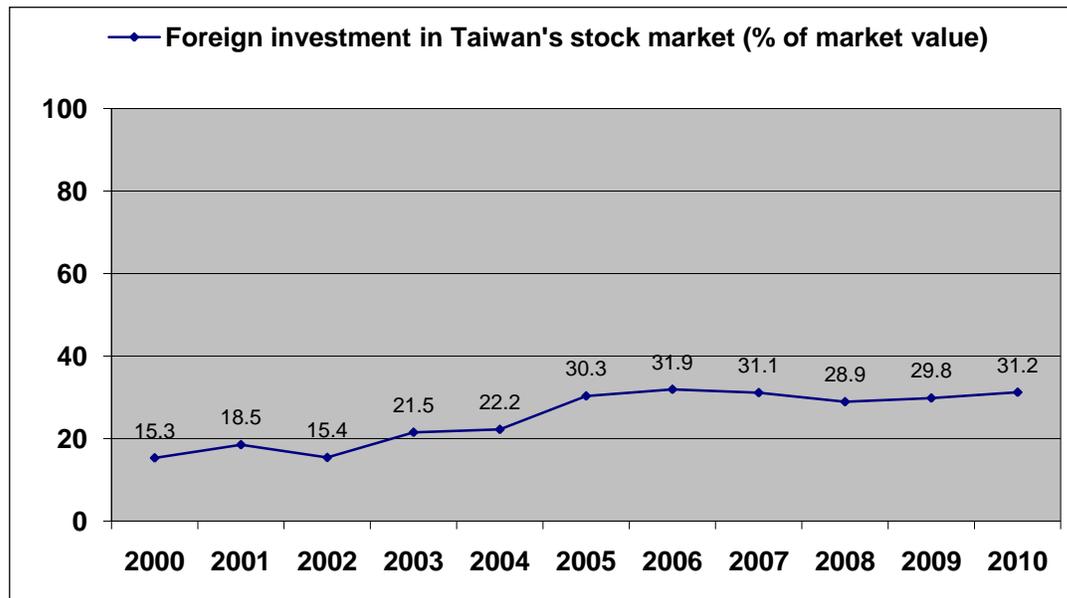
能參與年度股東大會（AGMs）及臨時股東大會（EGMs）並在會中投票乃是股東們的基本權利。投票亦是一個有價值的機制，它使得股東們能藉此表達他們對上市櫃公司及其董事會之績效的認可或不認同，並執行監督與制衡。雖然臺灣近年來在這方面已有所改進，但對外國投資人來說，臺灣仍舊是亞洲最具挑戰的股東投票制度市場之一。

為何臺灣在股東投票制度的議題上，得到全球投資人如此多的關注？部份原因是因為臺灣之高科技所主導的經濟，在過去十年來已增加地吸引外國投資。在 2000 年，外國人僅持有臺灣股市市值 15.3% 之股份；而到 2005 年外國人之持股比率已增加一倍（參以下圖表格）。以絕對數字來看，這個成長更為可觀 - 在股市內的「外來直接投資累計淨額」已增長超過三倍：從 2000 年的大約美金 310 億元到 2005 年的近乎美金 1,090 億元，及之後在 2010 年又另外增加 52% 到大約美金 1,660 億元。

可能更為重要的事實是：許多活躍於臺灣股市之外國退休基金及其基金管理人均視「行使投票權」，為其扮演一個負責任股東角色之最基本及不可或缺的要件。行使投票權讓他們可以對其客戶及實益擁有人(beneficial owners)善盡其受託之責任。同時行使投票權常是外國退休基金及其基金管理人與上市櫃公司在公司治理議題上積極互動的第一步。

（續下頁）

臺灣股市之外人投資（市場價值的百分比）



資訊來源：證券暨期貨局，行政院金融監督管理委員會

雖然以上的數字可能令人印象深刻，但以上圖表亦很明顯地指出就最近五年（2005～2010年）而言，外商投資在臺灣股市所佔的百分比股份額是基本上持平的。從美金絕對數字來看，從2005年至2010年的投資額亦大幅上揚。若更進一步檢視不同年度間的變化，將述說著不一樣的故事：投資額在2005年迅速增長，在2006年有稍微地上升，之後在2007年開始下滑及在2008年大幅下滑，接著在2009年及2010年繼續上升。這些數據毫無疑問地反映出來自亞洲其他市場的競爭以及全球金融危機的影響。但是來自外國投資人之傳聞也透露出臺灣在公司治理上的弱點，已經負面地影響到某些外商投資臺灣之意願。譬如：有個主要的區域性基金管理人在其亞洲大型股投資組合 portfolio 中只有兩間臺灣公司（相較於韓國的四間公司、印度的七間公司、新加坡的七間公司、及香港的十間公司）。

較多的外人投資以及減緩的外人投資，均意味著臺灣若願意提升其公司治理標準將讓臺灣更具競爭性 - 而股東投票制度是整個公司治理議題中最容易被改正的部份。此一作為不僅是為了外國投資人，臺灣本地的機構投資人及散戶股東亦會因此而受益。值得注意的是臺灣的「公務人員退休撫卹基金」亦開始更認真的關注股東投票議題，並與其投資組合內的公司代表會面，挑戰這些公司其財務透明、董事會架構、風險管理及薪酬政策相關議題。以上臺灣例子，實際上與本地區退休撫卹基金及投資基金，在公司治理的議題上採取更積極角色的趨勢是相吻合的。

本章概述機構投資人在臺灣參與行使股東投票時所面臨的主要挑戰，並以提供給金融監理機關及上市櫃公司一系列建議為本章之結論。亞洲公司治理協會（ACGA）在此鼓勵臺灣有關金融監理機關及其決策人員能將此視為迫切事情，並願意著手於有系統地重新檢視整個股東投票表決的制度，並採取全盤而非片片斷斷的改革。

年度股東大會的群聚效應而讓股東會撞期 Clustering of AGMs

在臺灣計劃積極投票或參加年度股東大會的投資人甚至在大會季節開始之前就遇到困難。與它們在日本的同行一樣，臺灣絕大多數的上市櫃公司通常是將其年度股東大會集中安排在六月中為期兩週範圍內的相同日期上，儘管臺灣《公司法》允許臺灣上市櫃公司在其會計年度結束後之六個月內舉行年度股東大會，相對於日本上市公司較短的 90 天內（即四月一日至六月三十日）。

引起股東會群聚效應而讓股東會撞期的通常理由，是為了阻撓那些所謂「職業股東」使用擾亂年度股東大會的伎倆，藉此向上市櫃公司謀取利益。刻意把股東大會設定在相同一天會讓「職業股東」較難得逞，然而這也使得正當的股東們難以詳細檢視上市櫃公司所提出的所有決議，並限制正當股東們能夠親自出席的股東大會的權力。事實上，在 2010 年六月中的兩週期間內，當亞洲公司治理協會（ACGA）與其中一位投資人會員試圖出席在台北附近所舉辦的年度股東大會時，而因為檔期之衝突，我們結果僅能參加少數幾個股東大會（參以下圖表）。由於許多我們想要出席的公司是在同時間舉辦其股東大會，我們再三地被迫作出艱難的選擇，即僅出席某個場次的股東大會。

在臺灣航行通過如同叢林般的年度股東大會

身為亞洲公司治理協會（ACGA）的一名成員，來自荷蘭 PGGM Investments 的 Gerard Fehrenbach 於 2010 年中旬代表其客戶造訪臺灣，按照時間允許而儘可能參加更多的年度股東大會，並且在那些場合轉達其他幾個全球投資人對若干問題有如投票表決的共同意見。這是荷蘭 PGGM 連續第二年出席於臺灣的不同年度股東大會，使得它成為為數不多的外國投資者為了參加股東大會而遠赴臺灣。

雖然荷蘭 PGGM 在其投資組合當中持有 211 家臺灣上市櫃公司股票，Fehrenbach 君發現伊要在為期兩週的時段之內出席五個以上之年度股東大會是個挑戰。這是因為在那 211 家上市櫃公司內，有 164 家是在那兩週期間內

舉行其股東大會，通常是在早上，但並不都在同一城市。找到這些股東大會場所亦不容易：有張來自某家託管銀行的通知表格上印了錯誤的年度股東大會地址。

以下表格顯示出群聚效應而讓股東會撞期的實際影響。它對比了荷蘭 PGGM 實際有出席參加的年度股東大會，與那些亦在同一天舉行的股東大會（而其中有些是荷蘭 PGGM 原本希望參加的）。

	June 15	June 18	June 22	June 23	June 25
AGMs attended 實際出席的年度股東大會	TSMC 台積電	Acer 宏碁	Nanya Plastics 南亞塑膠	China Steel 中鋼	Formosa Plastics 台塑
Other large-cap companies holding AGMs 其他大型資本上市櫃公司舉行其年度股東大會	MediaTek 聯發科技 Delta Electronics 台達電子 UMC 聯華電子 Far EasTone Telecoms 遠傳電信 Siliconware Precision Industries 矽品精密工業	Taiwan Mobile 臺灣大哥大 Cathay Financial Holding 國泰金融控股 Chunghwa Telecom 中華電信 HTC 宏達國際電子 AU Optronics 友達光電 Yuanta Financial Holding 元大金控 Compal Electronics 仁寶電腦 Wistron 緯創資通	Tripod Technology 健鼎科技	Mega Financial Holding 兆豐金控 Uni-President Enterprises 統一企業	Fubon Financial Holding 富邦金控

為了改正以上因群聚效應而讓股東會撞期的情況，臺灣金融監理機關於 2010 年 1 月通知所有上市櫃公司在同一天內不得有超過兩百場次的年度股東大會舉辦（註：往年曾有在同一天有高達六百場次的年度股東大會）。每家上市櫃公司需要在 2010 年 3 月 15 日之前向證交所完成註冊有關其年度股東大會舉行日期。

雖然 2010 年金融監理機關所發佈的措施讓情況有所改善，上述命令仍然導致在 2010 年的六月 15 日、17 日、18 日、及 25 日每天各有 200 家公司（其中有許多家是臺灣前 30 家最大市值的公司）舉行其年度股東大會。大多數的大會是在早上舉行而僅有少數是安排在下午舉行。顯然群聚效應而讓股東會撞期仍然是一個問題。

為了更徹底解決這件因群聚效應而讓股東會撞期的問題，年度股東大會舉行的日期應該遍布在二到三個月 - 尤其是那些市值大的上市櫃公司。這將能讓機構投資人儘可能多出席股東大會，並能在充分被告知的情況之下行使其投票權力。

股東會議通知及股東會議程 Meeting notices and agendas

按照臺灣《公司法》，公開發行股票之公司股東常會之召集，應於三十日前通知各股東。以上作法似乎是符合全球最佳實務典範，但上述通知通常僅包含基本資料有關時間、地點、及簡述之議案。在臺灣，較詳細的年度股東大會議程(但並非總是定案)，是在一份名叫「大會議事手冊」的文件裡。自從 2010 年起，股東大會議事手冊須在股東常會之 21 日前公告（相較於之前的 15 日前）。雖然應該讚揚金融監理機關提前公開大會議事手冊之規定，但三個星期（即 21 日）並無法讓多數全球投資人有足夠時間能消化大會議事手冊上之資料，並決定如何投票。按照全球最佳實務典範，大會議事手冊應該在股東大會至少 28 日前公告。

為何三個星期（即 21 日）並不夠長？因為跨境機構投資人，按照其全球託管銀行所設立的截止日期，最慢必須得在舉行年度股東大會 9 日之前投票，而全球託管銀行依次亦需符合當地託管銀行所設更早的截止日期（以便使得當地託管銀行有足夠時間處理投票事宜，因為部份投票過程仍未電子化）。這使得外國投資人只有大約 12 天左右來消化詳細的議程內容（臺灣的大會議事手冊經常有 30 頁面之長或者更長），以便伊能在充分被告知的情況之下行使其投票權力。臺灣的群聚效應而讓股東會撞期是集中在某個期間之內，再加上全球投資人很可能亦需要在大約同一期間內，投票於散佈在亞洲及歐洲其他地方的若非幾百，至少也會有好幾十場次的年度股東大會。

在臺灣有些上市櫃公司傾向於在其年度股東大會馬上要舉行之之前加以變更其大會議程之內容或編號之做法，讓臺灣的股東投票更加複雜。因此，若投資人是按照原本大會議事手冊內之資料投票，其投票將很可能在最終計算票數時會被視為無效。

在大會議事手冊中的資料亦經常是不完整。在許多大會議事手冊中的一個重要的遺漏是所有董事候選人的姓名及其詳細背景資料：若有相互競爭（即只能選其中之一）的不同董事候選人名單，上市櫃公司僅需公開獨立董事之姓名、專業經歷、及學歷。若並無來自股東所提名的相互競爭董事候選人名單，目前《公司法》及證券相關法令仍未要求上市櫃公司公開揭示所有候選人之名字及詳細背景資料。所以上市櫃公司經常不會公佈最終的董事候選人名單直到年度股東大會將舉行的前五日或十日（而有些上市櫃公司甚至不公開揭示任何候選人資料直到其年度股東大會舉行之當天）。許多外國機構投資人期許能在更清楚得知相關資料情況之下行使其投票權力，也會在投票時對任何不詳董事候選人投下反對票。

另一個相關的問題是缺乏英譯資料，也就是外國投資人因翻譯大會議事手冊或依賴委託書投票顧問的摘要翻譯而浪費了許多時間。以往大多數臺灣上市櫃公司之財務報告及其他公告僅以中文發佈（大多數上市櫃公司之網站上之英文資訊亦是較差的）。以上情況已有些改進：例如：臺灣證券交易所（TWSE）製成一份有關年度股東大會議事手冊之英文樣本，並已在 2010 免費提供該樣本供參考。在提供給非華語人士的有限英文資訊及許多臺灣高階主管目前尚未掌握流利英文之情況下，使得外國投資人在臺灣市場行使股東投票及與臺灣當地公司積極互動，相較於其他許多國際市場更具挑戰性。

「鼓掌通過」比對「投票表決」 Voting by Acclamation vs. Voting by Poll

鼓掌通過 *Voting by acclamation*

幾乎所有上市櫃公司仍舊依賴過時的程序處理股東會之實際投票。有關大多數決議之投票是通常藉由股東們「鼓掌」或以喊出其支持或反對，而不是藉由投票表決（即需要計算所有藉由委託書行使表決投票及在股東大會所行使之投票）。雖然上市櫃公司在法律上需要計算選任董監事的個別投票，但對其他決議公司並不需計算個別投票 - 除非該決議投票之結果有爭議及/或在該公司之章程已有規定。在 2010 年，有一間臺灣上市櫃公司開始自願地採取「投票表決」處理所有議案。在 2010 年之前，並無任何臺灣上市櫃公司採取現代的「投票表決」方式進行，雖然有些公司已有公佈伊在其年度股東會之

前所收到委託書投票的詳細結果。儘管此作法離「投票表決」上有一段距離，它的確是往正確方向邁進一步。

藉由鼓掌或舉手表示投票通過，是一個合適最早期之股份公司的傳統，當時所有的股東的數目是小到足以容納入一間房間內。但對於一間擁有幾萬位分散於全球各地股東的現代化上市櫃公司而言，除了準確地行使投票及計算該投票表決的投票制度以外，任何其他的投票制度僅是剝奪股東一股一票之投票權。在使用鼓掌通過或舉手表示通過的作法下，一位擁有一百股的股東和一位擁有一千股（或一百萬股）的股東均一樣有一人一票的投票權。

許多上市櫃公司堅持主張「鼓掌通過」比起「投票表決」來得較為有效率（即更為快速）。事實上，有些上市櫃公司努力地使其股東大會能夠越簡短越好。有間上市櫃公司告訴我們有關其年度股東大會僅在 15 分鐘內結束（這說明年度股東大會在臺灣如何被視為是一個形式上的事件）。鼓掌通過有偏袒現職管理階層之嫌，因為志同道合及贊成現職管理階層的股東們才較有出席上述股東大會的傾向。另由於託管銀行經常直接把委託書投票交給上市櫃公司之代表人，即使諸多委託書表格上包含著針對個別議案之「反對票」或「棄權票」，出席股東大會之投資人可能對這些異議的存在毫無概念。之所以會有以上的狀況是因為在一個以鼓掌方式通過的表決時，持有異議的外部股東的委託書投票，甚至可能不得行使其委託書表決（即扮演為委託書代理人不得喊出任何異議）。

投票表決 *Voting by poll*

投票表決的概念是很簡單的。「投票表決」的意思是關乎每份股票之投票，無論該投票行為是如何辦理以及何時投票的，理應都被計算。投票表決確保一個完整及公平地計算所投之票數，亦因承認其對完整及公平計算投票之正面影響之事實，「投票表決」正在成為全球性的黃金準則。「投票表決」在香港是強制性使用於所有股東大會中的所有議案，亦是現在幾乎所有泰國上市公司之標準。「投票表決」是廣泛地應用在中國、英國、荷蘭、及加拿大的大型資本上市櫃公司間。亞洲公司治理協會（ACGA）大力地建議臺灣上市櫃公司改採「投票表決」制度。

如何行使「投票表決」 How to Vote by Poll

對許多上市櫃公司而言，「投票表決」這個術語讓人想起了令人畏懼的『以選票投票』的概念。『以選票投票』指的情況是當幾個股東呼籲之後，上市櫃公司因此需要對某項議案的所有選票進行一次即時的計算選票，而這種計算通常是以手算（而非以電腦計算），因此整個計算一項議案選票的過程通常是需半個鐘頭到 45 分鐘之久。因此假設若任何一個場次的年度股東大會中所有的議案都需要計算選票，即將佔用大部分或全天的時間（因為 10~12 個議案乘於每個議案需要 30~45 分鐘 = 總共需要 5 到 9 個鐘頭）。

以上並不是現今選票計算的作法。一個既經濟且簡便的方法是在大會結束時向股東們收集已填完的投票表格，然後結束股東大會，並迅速地計算選票（由手算或電腦算），以便在大會同一天稍晚之後，或第二天一早向證交所公佈其選票計算結果。這個既經濟且簡便的制度在香港是常見的，因為香港股東不介意為最後選票結果多等幾個鐘頭。另一個方法是更即時的 - 即在股東大會上使用電子投票板投票，僅需幾秒鐘就能顯示出其投票結果。這種電子投票板投票系統已流行於英國及歐洲，並逐漸被新加坡採納。以上這第二個作法是比第一個選擇昂貴，但對大型的上市櫃公司而言是挺實惠，而就以籌備和舉辦一個場次的年度股東大會的總成本費用而言，並非不合理。許多上市櫃公司亦發現使用電子投票的科技所帶來強化公司與股東溝通及公司公關的利益價值之加分超過所需要增加的成本費用。

重要的是在上述的兩種作法當中，年度股東大會的實際時間長度並未因計算選票結果而延長之。

E-投票電子通訊投票、委託書投票、臨時動議 Electronic Voting, Proxy Solicitation and Special Motions

適宜於臺灣具有在資訊科技領域中舉足輕重之國際角色，在 2006 年主管機關已修正法律允許電子通訊投票。在 2009 年臺灣集中保管結算所（TDCC）設置一個國內 E-投票電子通訊投票平台，名字稱為「StockVote」。StockVote 允許股東們在年度股東大會之前以電子通訊行使其投票權。然而伊尚未促進便捷（straight-through）之電子通訊投票系統，直接將其投票結果電傳給公司股務代理人，因為外國機構投資人之投票仍然需要先轉給臺灣當地的分託管銀行（sub-custodian banks），然後再轉送達給該上市櫃公司。

到目前為止，投資人電子通訊投票之採納尚非常有限：在 2010 年只有六家上市櫃公司願意使用它。絕大多數的上市櫃公司不急於採納電子方式的主要原因，是這些公司更願意選擇「鼓掌通過」表決方式。臺灣金融監理機關有意識到上述狀況，也就是為何行政院在 2009 年七月同意向立法院提出《公司法》第 177-1 條之修正案：將授權主管機關考量有關規模、股東人數、公司之股權結構、及其他伊認為有必要的情況，可命令公司「在召開股東會時，得採行以電子方式行使其表決權包括電子投票」。以 E-投票電子方式行使表決權之股東（及其分託管人 sub-custodians），將被視為親自出席年度股東大會。當以上提議修正案成為法律之後，上市櫃公司將被允許使用臺灣集中保管結算所之平台以外的電子通訊投票平台。這個法案目前正在立法院審議中¹。

但是上市櫃公司針對在年度股東大會本身使用便捷（straight-through）E-投票電子通訊投票以及使用無紙的投票方式（譬如使用電子投票板）的抗拒是強烈的。原因之一是基於純粹的保守心態：人們並不習慣於計算以電子方式所投的委託書投票（因為以委託書所行使的投票通常均是藉由託管銀行寄來充滿紙張的一堆箱子）。另一個相關的議題是擔心在年度股東大會進行藉由手提式電子設備所行使的選票驗證是否可靠。目前有些混亂，有關是否必須先由臺灣最高的金融監理機關 - 行政院「金融監督管理委員會」或其所屬的「證券暨期貨局」先行驗證該等電子投票科技之後，上市櫃公司們才能進行使用之。

根據某些當地託管銀行家，也有許多上市櫃公司難以接受 E-投票電子通訊投票的概念，是因為這件新措施將阻止這些公司未來能夠繼續以禮品贈送向其散戶股東徵求其空白委託書。所有以電子通訊行使投票必須有明確的投票指示。

確實，在臺灣徵求委託書之規則及實務作法值得更進一步的詳細檢視。首先，外國機構投資人（簡稱 FINIs）只能接受但卻無法把其委任狀賦予其他股東，以便代理伊或其他股東行使委託書投票，而臺灣之當地投資人卻有權利接受及賦予。因此，外國機構投資人唯一能發起徵求委託書運動之作法，就是向國內投資人徵求其委託書 - 而這本身會是個挑戰。

¹ 海峽兩岸的政治可能會影響立法院的結果。一個國民黨的消息來源說：反對黨擔心，隨著電子投票，大陸的利益將可能更容易的操縱臺灣上市櫃公司的年度股東大會之結果。但是，有跟亞洲公司治理協會（ACGA）談過的臺灣上市櫃公司之高階主管，認為這種顧慮並無必要。

與此同時，許多上市櫃公司徵求委託書，是為了確保該公司所提議的議案能通順利過。然而，當上市櫃公司的某些股東（即外國機構投資人）有效地被禁止徵求委託書，而該上市櫃公司本身卻能徵求委託書，是不公平的。上市櫃公司徵求委託書的目的，應該嚴格限制為確保伊已滿足應有代表已發行股份總數過半數股東之出席的法律要求，而不是為了左右投票結果。自從上市櫃公司之代表人接受詳細的委託書投票結果的那一刻開始，該上市櫃公司亦應該被禁止進一步地徵求委託書。為了公平起見，上市櫃公司以及其股東們針對關於在年度股東大會上徵求委託書之議題應該是處於同一平等地位。

有關採取 E-投票電子通訊投票的另一個關鍵點，是基於有些上市櫃公司擔心這件採納電子投票，將會影響該公司能在股東大會中鞏固其所需法定人數，並通過臨時動議。這些臨時動議的議案是臺灣年度股東大會的奇特的現象：使得在年度股東大會現場的股東們能自發性地提議任何討論項目或甚至針對臨時的議案進行投票，以上均有可能迫使大會毫無止境地繼續開下去。為避免以上狀況發生，一個實務上常見的作法是上市櫃公司會轉向並邀請一個對公司友善的股東，提出一個結束大會的提議。有關使用便捷（straight-through）電子通訊投票的問題，在於上市櫃公司可能無法在股東大會中鞏固其所需的法定人數（即代表已發行股份總數過半數股東之出席），以通過任何臨時動議 - 如果沒有足夠的委託書代表人出席於年度股東大會，因為採納電子通訊投票就不再需要把紙本的選票送到股東大會現場。

在一隻手被綁時進行還擊：英國 USS vs. 台新

在 2008 年，為首的英國 Universities Superannuation Scheme（以下簡稱 USS）與彰化銀行有密集互動，並在彰化銀行中持有股份。此三年之前（即 2005 年），為了一個可能性的合併，台新金融控股股份有限公司取得彰化銀行 22.5% 之股份。台新在 2007 年出價買彰化銀行，並未成功。但是在隔年，彰化銀行之年度股東大會通過一項減少其董事會席數，並整併台新金控立場的決議。從 USS 的觀點看來，以上發展並不利於小股東的利益。

USS 覺得伊需要保護其作為彰化銀行之小股東的權利。USS 隨後的參與競逐彰化銀行董事會的九位董事席位之作法，讓互動達到高潮。台新金控、財政部、工會代表、創始人家族代表均各自提出董事候選人名單。

基於此競逐董事席位的嚴重性，USS 考慮向其他外國股東徵求其委託書。但是臺灣法規禁止外國投資人向其他外國投資人徵求委託書。在無法徵求委託

書之情況下，USS 藉由如亞洲公司治理協會（ACGA）的股東網絡，提高國內外股東對此議題的意識及了解。

此外，在臺灣董事候選人可以在到股東大會開始之前仍被提名。由於此不穩定的局勢，各方均可能在彰化銀行年度股東大會開始前，才提出各自提名的董事；USS 所關注的是委託書選票可能因此無法反映出最終名單上所被提出的董事們。換言之，藉由委託書行使投票的外國投資人，可能無法支持或阻止在委託書投票截止日期後所提出的提名候選人。

鑑於以上的障礙及不確定性，USS 決定委派一位法人代表出席彰化銀行之年度股東大會，以確保伊能夠針對最後一刻所提名之候選人作出投票。但是，完成以上的安排卻是非常繁文褥節的。為了使 USS 能在股東大會上投票，伊必須派遣一位法人代表是被允許於指示當天也出席於股東大會的複託管銀行之個人代表，代理行使其投票權。

在收到來自財政部書面保證將適用並維持公司治理最佳實務典範於彰化銀行之後，USS 才放心投票支持財政部所提出的獨立被提名候選人（財政部持有彰化銀行 19% 的股份）。最後台新所提名的五位董事候選人及財政部所提名的四位董事候選人，均被選上彰化銀行董事會。彰化銀行仍是一個獨立的金融機構。

雖然最後結果對 USS 而言是正面的，USS 指出在臺灣的跨境投票中有若干弱點：

董事提名過程 The director nomination process: 沒有要求上市櫃公司在股東大會前揭示所有被提名參選的候選人。因此藉由委託書行使投票之外國投資人，可能被迫在沒有一個完整了解所有可能被提名的候選人時，就必須遞交選票。

指派個人代表投票 Appointing personal representatives to vote: 分託管銀行（sub-custodian banks）之代表，通常是不被允許在股東大會中根據新取得的信息而運用其酌處權改變投票選擇。這意味著外國投資人通常必須在委託書投票截止日期之前，作出最後投票決定，並無法在之後因取得新發佈的資訊而改變其投票。

徵求委託書 Soliciting proxies: 臺灣法規禁止外國投資人向其他外國投資人徵求委託書。

同樣的，對許多外國股東而言，臨時動議也成為其行使完整投票權的棘手障礙。臺灣《公司法》第 177-1 條已假設以電子方式行使表決權之股東，「就該次股東會之臨時動議及原議案之修正，視為棄權」。若臨時動議是有重大商業含義，以上第 177-1 條款對任何以電子方式行使表決權的股東是有歧視性的影響。因此有些外國機構投資人想禁止臨時動議的議案，並如同某些其他司法管轄區域採納一個固定的議程（包括最終被提名的董事名單）。在發佈大會議事手冊後，不得事後再對議程作變更。大會議程之固定化將使得股東在股東大會舉行的幾週前，已清楚有關投票項目為何，以及緩解上市櫃公司對全面採納便捷（straight-through）E-投票電子通訊投票的猶豫。但是目前臺灣金融監理機關所審議的提案，並未涵蓋到那麼深遠的層面，它是個公司法之修正案，並沒完全取消臨時動議，但乃允許持有 1% 或更高股份的股東，在股東大會提出臨時動議。

分割投票（split voting）- 來自一個英國投資者的看法

「臺灣屬於極少數不允許分割投票或部分投票的國際市場之一。分割投票讓一個股東得以分配其投票於個別議案之不同意思表示（即，支持、反對、棄權）。若股份是通過託管帳戶或代名人帳戶（它被認為是合法股東）所持有，針對分割投票的限制經常會使投資人所提交的票變為無效。因此，禁止分割投票已限制股東保護其利益之能力，及針對重要議案作出有效發聲的管道。同樣的對上市櫃公司而言，不允許分割投票造成公司需要取得在股東大會上通過某個決議時所需法定人數的問題。

「實益擁有人，譬如養老基金，經常擁有許多外部基金管理人，並為每個基金管理人設置了幾個交易帳戶。但是在臺灣，股東的投票權是聚集在實益擁有人的層面，在一個投資人編號之下（Investor ID），而上市櫃公司均傾向於按照投資人編號來保持其記錄。在這種情況之下，不允許分割投票或部分投票，意味著除非所有的基金管理人有投票，並均投一致的票，否則其投票將不被計算為有效指令。雖然外國機構投資人藉由幾個中介機構來持有股份，是一種常見的作法，但投資人卻經常有困難從委託書投票鏈取得有關其投票一致及準確的確認。因此臺灣目前有關分割股票或部分投票的法規所產生的實際問題，並未被廣泛地確認或討論。

「在大多數司法管轄區中，解決這分裂投票和部分投票的議題，並消除在投票過程中的諸般限制，是個普遍被接受的作法。在 2003 年所發佈的《亞洲公司治理白皮書》中，經濟合作發展組織（OECD）建議「託管人及代理人

(nominees) 應依照其實益擁有人對他們的指示，而進行分割（拆分）split 或分配其投票」。在主要的亞洲市場當中，臺灣和韓國是唯一仍然限制分割投票的國家。但是，韓國有關限制分割投票的法規較為包容：在韓國，「分割投票」被稱為「議決權不統一行事」（簡稱為：「不統一」投票）。當在單一投資編號（Investment ID）下的證券分賬戶（securities sub-account）持有相同的股票，而當不同的基金管理人的分賬戶（sub-accounts）有「不統一」時，目前韓國法規要求託管銀行或分託管銀行（sub-custodian banks）至少在舉行股東大會的三個工作天之前，告知該公司有關「不統一」投票的存在。因此，雖然韓國公司是可以使「不統一」投票（即「分割投票」）成為無效票，但通常在實務上，韓國公司是不會使之成為無效票；因此，韓國對「分割投票」所實施的限制沒有臺灣來的嚴重。

「自從 2006 年，亞洲公司治理協會（ACGA）與其會員一直倡議更改臺灣有關分割投票及部分投票的法規。我們非常樂於金管會和經濟部在 2008 年已向立法院提出修正《公司法》第 181 條的修正案，但是我們對立法院尚未採取完全實際行動感到失望。我們呼籲立法院對此事的最終批准給予高度重視，使得現對分割投票和部分投票的限制將能趕在 2011 年的年度股東大會季節開始之前被解除。我們認為這對在臺灣發展負責任股權之行使，以及強化企業究責文化是很重要的。」

英國，Hermes Fund Managers

公開揭示投票結果 Disclosure of Voting Results

一般而言，在臺灣股東大會有關投票結果的揭示標準是鬆弛的。目前《公司法》第 183 條僅要求「股東會之議決事項，應作成議事錄，... 並於會後二十日內，將議事錄分發各股東」。於是上市櫃公司不立刻揭示詳細贊成票及反對票之結果在會議事錄中或其網站上，而是選擇簡單公佈議案已「通過」。有關董事之選任是需要投票表決，而上市櫃公司經常通常揭示「贊成票」，但不揭示「反對票」，因為經常是使用「累計投票制²」選任董事，而股東們不得投「反對票」（因為選票上沒有提供「反對」的選項）。但是全球最佳實務典範之作法，是在股東大會的隔天，揭示所有藉由委託書在股東大會之前以及所有在年度股東大會當場所行使表決之投票的完整結果。

² 在「累計投票制」，股東可以按照伊所選擇分配其表決權股份以贊成其董事候選人的選擇，而非投下相同數量的表決權股份予所有被提名之董事候選人。譬如，與其投給五位董事候選人每人各得 100 股表決權，一個股東可把其全部 500 股表決權投給一位董事候選人；或者把 500 股表決權投給兩位董事候選人，每人各得 250 股表決權；依此類推。

即時發佈投票的詳細結果會提高投票過程之透明度，並提升臺灣所有股東大會之品質。這會發出強而有力有關上市櫃公司尊重所有股東的信息，並會是特別被已經活躍於臺灣市場或考慮更加活躍於臺灣市場的外國投資人所備受歡迎。臺灣證券暨期貨局（SFB）是認為已提出擴大 E-投票電子通訊投票的修正案，將會促使更多上市櫃公司發佈其詳細投票結果。但倘若臺灣金融監理機關（及其決策人員）認真促進更完善地揭示年度股東大會之表決結果，上述機關（及其決策人員）可能需要針對這方面引進明確的規則。

建議 Recommendations

外國投資人發現：在臺灣的股東會議中，要擁有明確的相關資料並行使其投票權利是困難的。為了改善在臺灣股東會議的管理及透明度，及允許所有股東（即包括國內及國外股東）有足夠時間擁有明確的相關資料並公平行使其股東權，亞洲公司治理協會（ACGA）在此鼓勵臺灣金融監理機關及其決策人員能將此視為迫切的事情，並著手於系統化地重新檢視整個股東投票表決的制度。我們同時鼓勵上市櫃公司重新檢視其股東會議之相關程序（從發行年度股東會議手冊到在年度股東大會上計算投票之結果，及發佈該投票表決之結果），並自願盡快地採納全球最佳實務典範。

亞洲公司治理協會（ACGA）之明確建議可分為兩類：一為與金融監理機關有關的，另外為與上市櫃公司有關的。惟某些建議是與二者都有相關的。理想地或終極地解決股東投票制度之某些挑戰是需要金融監理機關之回應的。然而並無理由因缺乏相關的法規，而阻攔上市櫃公司在新的相關法律或規範生效實施前，自行解決某些問題。有某些領域，若能藉由上市櫃公司自行採納最佳實務典範的作法，而不是藉由法規之強制規定，將會加速及有效地改善現況。

A. 就金融監理機關而言：

1.1 鼓勵或要求臺灣上市櫃公司在每年在六月之前舉辦其年度股東大會，以避免群聚效應而讓股東會撞期。臺灣《公司法》允許臺灣上市櫃公司在其會計年度結束（通常是曆年的年尾）之六個月內舉辦年度股東大會，因此應該有可能將年度股東大會設定在四月或五月。金融監理機關可由在 2012 年開始，限制在同一天內不得有超過一百間上市櫃公司同時舉辦年度股東大會，進一步避免群聚效應而讓股東會撞期。

1.2 通過相關法令要求一旦上市公司發發佈其股東大會手冊最終版本後，股東大會之議程內容不得事後再作變更。

- 1.3 要求股東大會之議事手冊及議程之內容，應包含所有被提名之董事及監察人候選人的全名及其詳細背景資料。若某個董監事之選任有所爭論，則要求該公司揭露競爭董監事候選人之完整細節資料（因此，所有提名須即早抵達公司，以便及時載明於大會議事手冊內）。以便改善在接近年度股東大會前或當天方得知董監事候選人資料之弊端。
- 1.4 從年度股東大會議程中排除提出臨時動議之權利。
- 1.5 允許外國機構投資人把其委託書交予其他投資人。
- 1.6 允許分割投票，以便能讓一個已註冊的股東及代理機構得以分配其投票於個別議案之不同意思表示。
- 1.7 為了促進通訊投票過程，應採納一個便捷（straight-through）之 E-投票電子通訊投票系統，使得股東能直接把投票傳給公司股務部門或股務代理人（增加投票時間及減少人為過失，如投票遺失），以利股東們能最慢在股東大會之前一天以電子通訊投票方式投票。

B. 就上市櫃公司而言：

- 1.1 考慮在六月之前舉行年度股東大會。

（註：自從 2011 會計年度起，上市櫃公司於每年會計年度終了後三個月內，必須公開經會計師查核簽證的年度財務報告 - 相較於之前的會計年度終了後的四個月內。這表示，以 2011 年 12 月 31 日為會計年度終了上市櫃公司，最遲必須在 2012 年 3 月 31 日公開經會計師查核簽證之年度財務報告。以上修正應有利於上市公司每年更早地舉行年度股東大會。）

- 1.2 至少在舉行年度股東大會 28 日之前，發佈最終版本的大會議程內容及大會議事手冊。
- 1.3 提供股東大會議事手冊之英文譯本，倘若外國投資人持有已發行股份總數是重大的（10%以上股份為外國投資人持有）。在提出中文版本時，應同時提供英文譯本

- 1.4 確保年度股東大會議程之正式（最終）版本，包括所有被提名董監事們之姓名及其詳細背景資料，不單是限於獨立董事候選人之背景資料而已（參附錄 1）。
- 1.5 確保股東大會議程正式（最終）版本中之項目內容固定，不要在發佈之後再作變更。
- 1.6 從年度股東大會議程中提出臨時動議之權利。
- 1.7 在其年度股東大會及其他任何股東會議上實施投票表決所有的議案，聘用一位獨立檢查者（如股務代理人或會計師）來檢核股東們的投票結果。投票表決之意思是計算所關乎每份股票之投票，無論該投票行為是何時以及以何種方式辦理的。（參第 21 頁有關「投票表決」(voting by poll) 的敘述）。年度股東大會之開會結果，將會因採用投票表決而提高其可信度。
- 1.8 股東會議結束之後的二十四小時內，發佈全部投票表決結果。針對個別議案之贊成票、反對票及棄權票應分別記載票數，並應公佈於公司、或證券交易所、或櫃買中心之網站上、或同時各別發佈在公司及證交所或櫃買中心網站上。較理想的作法是在股東會議上公佈投票表決結果。

第二議題：董事會的有效性 Board Effectiveness

為了增進董事會的有效性，臺灣上市櫃公司應擴大並加強獨立董事之角色，以利改進董事會之決策品質，以及對管理階層的監督，如此將會強化投資人信心。

一個有效的董事會是良好的公司治理中一個關鍵的組成部分。董事會的角色是為公司提供廣泛的策略性方向、檢測公司管理的績效、以及維護全體股東之利益。為了正確執行其工作任務，董事會必須與公司管理階層及控股股東個別保持一定的距離，使其能夠客觀地評估公司之營運，及確保公司長期企業價值的最大化。

在大多數已發展的市場，獨立董事制度已演變為強化董事會的究責文化。雖然內部董事們比外人更多了解有關該公司之營運及經營，但他們反而更容易有狹窄的觀點及利益衝突。藉由提供更寬廣及更坦率的觀點給董事會審議，在針對公司所面臨的關鍵議題上，有外部董事參與比起僅有內部董事參與的情形，更能促進開放及建設性的討論。

然而，在亞洲公司治理協會（ACGA）及投資人會員所觀察的許多臺灣上市櫃公司，只有少數董事會設置獨立董事，許多上市櫃公司仍是家族控制及主導的，而其董事會主要是由高階主管及控股股東之代表或創始人之代表所組成。即使是在最全球化的上市櫃公司中，缺乏獨立性的董事會倒是令人驚訝的普遍。而在那些有選任獨立董事的上市櫃公司當中，很少有超過兩位獨立董事的董事會。

董事會的獨立性 Board Independence

臺灣的公司治理基本架構結合英美的單一董事會結構（僅在過去十年引進臺灣）和德國監事會制度（在早期日本影響下所引進）。因此，臺灣法規只有局部要求上市櫃公司委任獨立董事。有關獨立董事的法規如下：

- 有關獨立董事之設置及資格，**證券交易法第 14-2 條**：「已依本法發行股票之公司，得依章程規定設置獨立董事。」在 2006 年，證券交易法經過修正之後，主管機關被賦予權力要求公司依據其「公司規模、股東結構、業務性質及其他必要情況」，設置獨立董事，「人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一。」以上條款現已適用於所有實收資本額至少 500 億新台幣的上市櫃公司、金控公司、銀行、及保險公司。

- 臺灣證交所《有價證券上市審查準則》第 9 條第 9 項：自從 2002 年起，所有新上市櫃公司均被要求選任獨立董事人數不得「少於二人」及「其中至少一人須為會計或財務專業人士」。

與以上相同的法規亦建制了有關設置審計委員會及監察人制度的要件。

- 證券交易法亦列出有關設置審計委員會及監察人之要件。按照 2006 年之修正案，證券交易法第 14-4 條要求已依證券交易法發行股票之公司，應「擇一設置審計委員會或監察人」。倘若公司設置審計委員會者，其審計委員會應由全體獨立董事組成，其人數不得少於三人。審計委員會之決議，應有審計委員會全體成員二分之一以上之同意。到 2010 年 10 月為止，僅有 31 間上市於證交所的公司及 19 家上櫃於櫃檯買賣中心的公司已設置審計委員會。（櫃檯買賣中心是第二個交易所，專為較小、成長型的公司）
- 臺灣證交所《有價證券上市審查準則》第 9 條第 9 項：自從 2002 年起，所有未設置審計委員會之新上市公司均被要求設置至少監察人三人。監察人無需為獨立監察人。

獨立的董事會以及外人投資 Independent Boards and Foreign Investment

「臺灣董事會之缺乏獨立性直接限制我方在這國家的投資潛能。若臺灣上市櫃公司實際提升改進其董事會之獨立性，我們將最有可能在這市場增加投資。在評估新興市場的上市櫃公司時，我們期待它們的董事會有至少三分之一是由獨立董事所組成，以及若該公司沒有控股股東，最理想的乃是由獨立非執行董事（INEDs）佔該董事會之多數。過去一年當我們為了我方的 specialist 新興市場 ESG 股票基金而檢視 15 家臺灣上市櫃公司時，只有 5 家滿足該基金的標準。其實當中有兩家是連一位獨立董事都沒有。從這些公司的歷史來了解，這些都是家族所掌控的企業。但是，當所有權有減弱，家族對公司董事會的掌控並未相對反映。在臺灣，所有權與掌控權之間是不對稱的。

「臺灣的董事會獨立性的標準最接近一致的是衛星新興市場（satellite emerging markets），包括奈及利亞和土耳其。從區域性來看，臺灣卻是嚴重的落後於幾個主要的亞洲新興經濟體包括韓國、馬來西亞、以及中國。摩

根士丹利在其 2010 出版的 MSCI 全球投資市場地位指數中，拒絕將臺灣晉升為已發展市場，公司治理不善可能是重要原因之一。

「在 2010 年的股東投票季節中，投資人經常被要求核准提供貸款之決策責任權轉移予該上市櫃公司之董事長。在許多情況下，上市櫃公司所提供給其子公司或關係企業的資金貸款是高達它淨值的 10%。但因為該公司之董事長並非獨立，以及幾乎沒有獨立董事會監督董事長，導致該公司之真實風險為：可能因提供貸款給不良企業而削弱公司的資產負債表。唯有更好的董事會監督及定期報告關係人交易，我們才會放心把決策權轉移。

「類似問題的發生在上市櫃公司向股東請求授權為其子公司提供保證及背書。我們明白提供這類擔保可大幅降低那些子公司資金成本，亦因此有利於投資人。但是，同樣如上所述之問題還是存在。我們關切的是，沒有監督董事會的機制和原本有限的透明度，董事會最終可能會支持發展不良的企業或支持並非屬乎該上市櫃公司之核心業務的事業，從而損害到該公司之資產負債表。我們不能支持承擔太大的資產負債表外風險，因而我們反對提供超過整體業務群資產淨值 50% 以上之背書保證。」

英國，F&C Asset Management

在臺灣有關「監察人」的概念是需要一些解釋方能較了解這國家的公司治理架構。依照臺灣《公司法》，監察人是董事或公司經理人以外之人，並且是為了對於董事會與管理階級之作為發揮重要的制衡作用。《公司法》第 218 條及 219 條授權任何一位監察人得隨時調查公司業務及財務狀況，得代表公司委託會計師審核公司業務及財務相關的簿冊文件，並應即通知董事會或董事停止執行有違反法令、章程或股東會決議之行為的業務。所有上市櫃公司應選任至少兩位監察人，新上市櫃公司應選任至少三位監察人。監察人得列席董事會，監察人任期不得逾三年。但得連選連任。

目前未強制所有上市櫃公司設置獨立董事是金融監理機關與企業界（及企業界之政治盟友）的妥協。臺灣立法院於 2004 年否決一個建議要求所有上市櫃公司董事會之至少四分之一成員應由獨立董事組成，並且最終會由一個完全以獨立董事組成的審計委員會取代監察人的議案。（參林仁光副教授 2006 年之著作，第 109-110 頁）。隔年（2005 年）行政院金融監督管理委員會（金管會）提交了一份經過修訂和淡化的法案（含有上述證券交易法第 14 條之內容），以確保其能在立法院通過。

雖然這可能是當時最好的政治結果，我們認為隨著時間進展，目前的監察人制度是不大可能會證明為比審計委員會制度有效。臺灣金融監理機關有意識到有些上市櫃公司之監察人並未按照預期的充分行使其監督權，並有討論如何勸導這些監察人多加行使其權力及職責（參：證券暨期貨市場發展基金會之 2009 出版：臺灣之公司治理，第 18 頁）。許多外國投資人亦不確定監察人之角色能如何在沒有設置審計委員會的上市櫃公司中發揮監督功能。儘管法規上訂出監察人的寬大權力範圍，普遍的看法是監察人經常已與其他董事及公司資深經理人（管理階層）有過於接近的關係，使得監察人無法正確地履行其監督角色。如果所有上市櫃公司設有獨立監察人，以上印象才可能被祛除。然而臺灣目前的法律有容許公司不設置獨立監察人或獨立董事的漏洞。

為了提倡強化究責，臺灣金融監理機關及其決策人員應接納有關設置審計委員會的全球最佳實務典範，並強制要求所有上市櫃公司須如此設置。有設置審計委員會是廣泛被公認為獨立董事會的基本組成條件。成為審計委員會成員的董事，本質上就比監察人擁有更大的權力，這是因為這些董事是董事會正式決策過程的一部分，並且可以直接以其投票權影響董事會之決策結果。臺灣法規已要求審計委員會應由全體獨立董事組成，其人數不得少於三位獨立董事，以確保其公正性及客觀性。

但是如果還是選擇保留監察人制度，應該使監察人更為獨立。進一步加強監察人制度，至少需要求所有上市櫃公司只能選任獨立人士為其監察人。儘管法律上已賦予監察人相當大的權力，但倘若監察人仍舊為非獨立監察人，將會引人懷疑該相關監察人執行其針對董事會決策之制衡能力或制衡意願。

（註：此前，臺灣的兩個證券市場要求所有新上市櫃公司設置一位獨立監察人。在 2006 年，有關「獨立董事」的概念被納入《證券交易法》而成為一個法律術語，但是「獨立監察人」的概念尚未納入。因此，臺灣證券交易所把「獨立監察人」這專門用語從其《上市審查準則》中除去，而證券櫃檯買賣中心把「獨立監察人」名稱改為「具獨立職能監察人」，並保留這項規定適用於在櫃檯買賣中心的新上櫃公司。）

獨立董事 Independent Directors

還有一項需要是關乎強化獨立董事之獨立性標準。即使臺灣上市櫃公司有設置獨立董事，仍然懷疑這些所謂獨立董事，是否真正地獨立於公司內部人士影響之外，以及其觀點是否能被董事會認真地看待。首先，臺灣法規對「獨

立董事³」的定義是弱的。為要確認是「獨立」的，獨立董事應於選任前二年及任職期間無包括下列情事之一：

- 公司或其關係企業之受僱人、董事、或監察人；
- 主要股東或其家屬
- 為公司或關係企業提供商務、法務、財務、會計等服務或諮詢之專業人士。

在其他司法管轄區，獨立董事候選人亦必須滿足類似的條件，但還包括一個為期三至五年的「冷卻」期。（但是亞洲公司治理協會認為應當排除公司之前的受僱人及顧問為公司之獨立董事，雖然他們可以作為非執行董事。）

有關獨立董事的必要資格也過於狹窄。在理想情況下，獨立董事應該是具有廣泛企業或產業經驗的個人，並清楚了解良好公司治理上需要什麼。但以上理想情況中所列出的必要資格並非臺灣上市櫃公司首先考慮的人選。目前臺灣法規只規定獨立董事需要如下：

- 具備五年以上工作經驗在「商務、法務、財務、會計」領域；
- 商務、法務、財務、會計或公司業務所需相關科系之公私立大專院校講師以上；
- 法官、檢察官、律師、會計師。

有個相關的問題是：當獨立董事的確有產業經驗時，上市櫃公司通常要求投資人對獨立董事放寬競業禁止的限制。由於臺灣某些產業本質是高度密集性及競爭性（如高科技產業），一位董事不應成為其他具有相互競爭性公司的董事會中的另一位董事。

到底一位獨立董事能發揮多少實質影響力，取決於董事長的態度。根據公司治理專家所了解，上市櫃公司的董事長經常是該公司的創始者或控股股東。在進行此《白皮書》研究時，亞洲公司治理協會（ACGA）遇到一些真正感激獨立董事為其公司添增價值的高階經理人，但也有一些是對獨立董事的功能與其觀點不屑一顧的高階經理人。

然而，可以公平地說，臺灣高階經理人之間對良好公司治理之重要性的意識，已逐漸上升。這個進展有一部分是由於臺灣企業的全球化，以及另一部分是起因於逐漸浮現的獨立董事與其他董事及經理人間，在董事會內部多元的互動。

³ 參《公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法》 www.selaw.com.tw/scripts/NewsDetail.asp?no=G0101973

同時，有些更為開通的臺灣企業界大亨及董事長們看到忽略小股東之利益，有可能為其公司引發一些不利的衝突。根據一位同時擔任獨立董事的學者表示，希望把家族掌控的公司傳給下一代的人，可能很快就會意識到獨立董事能在爭執的家族成員中，扮演一位公正仲裁者的角色。

在臺灣上市櫃公司建立一個獨立及更為有效的董事會，是一件正在繼續進行中的工作。有許多上市櫃公司正在朝著正確的方向邁進，但顯然還有好一段距離。需要特別提出的是：有很多上市櫃公司沒有在董事會中設置功能性委員會。這造成人們難以知道某些董事會重要的功能由誰負責、以及當問題發生時，該由誰負責。

（註：在 2010 年 11 月 24 日，臺灣總統宣布：要求所有上市櫃公司設置薪酬委員會的證券交易法第 14-6 條的修正案已獲得通過。金融監理機關預期在 2011 年將公佈詳細的作業準則）

董事選舉 Director Elections

在臺灣，董事會之全體董事是同時選舉產生的，而且幾乎都是任期三年。這表示股東僅有每三年投一次票的權利，故在此期間向董事們進行究責的能力也被限制。在一些歐洲市場，如德國和荷蘭，董事雖非每年選任一次；但不同於臺灣的是，在那些歐洲市場的股東有投票權，以表決董事是否有履行其職責，及是否可以繼續擔任董事。雖然臺灣的董事較長的任期，可能是為了鼓勵董事們採取一個長遠的眼光來處理公司面臨的問題，並幫助董事們的意見觀點能與長期投資人的利益一致，但如果公司因較長任期而允許保留執行表現欠佳的董事，這也可能會為公司造成問題。

依據臺灣《公司法》第 195 條，董事任期不得逾三年，即公司必須至少每三年舉行一次公司董事選舉。因此，臺灣法律上是允許上市櫃公司更頻繁地舉行董事選舉。我們鼓勵上市櫃公司考慮縮短董事的任期，以強化究責文化及加強投資人對董事會的信心。

建議 Recommendations

為了增進董事會的有效性，臺灣上市櫃公司應擴大並加強獨立董事之角色。亞洲公司治理協會（ACGA）建議該上市櫃公司落實以下相關措施，作為最佳公司治理實務（倘若尚未實行的話）：

A. 就上市櫃公司而言：

- 2.1 儘快設置至少三位獨立董事，並在隨後的幾年裡朝獨立董事佔董事會成員中三分之一比重之理想邁進。重要的是被選任的獨立董事的品質；上市櫃公司不應為了滿足三分之一「量」的需求而犧牲對獨立董事之「質」的堅持。同等重要的是這些獨立董事們能帶給董事會甚麼樣的企業及行業的經驗及知識。選任獨立董事不應僅是在空格內打勾的形式，公司應選任真正符合公司需求之獨立董事。
- 2.2 設置一個只由全體獨立董事們組成的審計委員會，並由其中一位獨立董事為該審計委員會之召集人。
- 2.3 設置其他重要的董事會功能性委員會，例如負責提名及風險管理的委員會。參與董事會功能性委員會之董事們應有清楚描述的角色及責任分工。所有董事會功能性委員會均應由大多數獨立董事組成，並由其中一位獨立董事為召集人。
- 2.4 要求董事們針對董事會及其個別董事成員之績效進行每年度一次的自我評估，並為董事們提供相關進修訓練課程。並把董事會及董事們的自我評估及進修情形及每位董事之出席記錄公開揭露於年度報告中。
- 2.5 考慮縮短董事任期，強化究責文化，同時提高投資人對董事會的信心。

B. 就金融監理機關而言：

- 2.1 若有上市櫃公司繼續選擇不設置審計委員會而決定保留其監察人制度，亞洲公司治理協會則建議該監察人制度應該更具獨立性（即獨立於公司管理階層、控股股東、及董事會之影響）。譬如：主管機關應可要求上市櫃公司至少設置三位獨立監察人，並重新考量監察人的角色扮演及檢視監察人的職責是否可以充分發揮。此外，獨立監察人們應被鼓勵如董事會運作般，組成監事會，集體運作而非以個別監察人方式運行。

亞洲公司治理協會（ACGA）對「獨立董事」的界定

獨立董事應該：

- 有「獨立的思維」，並能以獨立的角度及觀點面對重大的企業決策。
- 能夠看懂公司的財務帳目（包括管理帳及財務帳）並能對這些財務帳目提出適切的質問。
- 具有專業性及權威性，能與公司內部董事以平等的身份、心態討論議題。
- 要能夠考慮到所有股東及整體公司的整體利益，其中包括公司所面臨更廣泛的環境及社會風險。

獨立董事不應：

- 與公司之顧問、董事或高階受僱人有任何親屬關係或個人關係。
- 是公司之前的受僱人或經理。
- 在公司集團內的任何關係企業或附屬企業同時有董事職責或與其他執行董事或非執行董事有多的聯結（緊密的家庭、個人、或商業關係）
- 是一位與控股股東或管理階級有關聯的主要股東的代表，或是任何一個特殊利益集團的代表或該集團之前的受僱人。
- 以專業顧問、主要供應商、或客戶之身份參與該公司的商業活動
- 有權享受績效酬金、認股權、或退休金
- 在相關的產業中與本公司有競爭的另一家公司任董事職

當一位獨立董事連任八至十年之後，該公司的股東應該評估他/她在董事會上繼任的角色。

第三議題：股東權利 Shareholder Rights

在臺灣，針對小股東利益的保護需要強化。目前關於併購、主要股東持股比例之揭露、自願下市及私募，均未提供少數股東充分保障。

併購（收購）和全面收購要約規則 Takeovers and General-Offer Rules

臺灣上市櫃公司的併購是受制於各種法令，主要是《公司法》，《證券交易法》、及《公開收購公開發行公司有價證券管理辦法》。然而，當上市櫃公司面臨控制權變動、經營權易手時，比起大多數其他區域性和國際市場，在臺灣施行相關法規以確保小股東的權益得到充分保障，會是一個更大的挑戰。

臺灣有個相當不同於其他市場的全面收購要約制度 – 即相對較容易讓公司避免作出全面收購要約。譬如，新加坡的併購是受制於新加坡《證券及期貨法》(Securities and Futures Act, 簡稱 SFA) 及因 SFA 第 139(2)條而頒布的《併購法規》(Takeover Code)。[註：新加坡《Takeover Code》是緊密地根據英國《併購及合併法規》(City Code on Takeovers and Mergers)⁴ 制定]。新加坡啟動強制性全面收購要約的觸發點，是當任何人或公司～無論是否經過一段時期，藉由一系列的交易～取得足夠的公司股份使之擁有公司 30%或以上的表決權，因為公司控制權之變動被視為已發生。

香港有類似的法規。香港《收購守則》(Takeovers Code) 規範導致公司控制權變動的公司股份收購，目前是定義為持有或合計持有公司 30%或以上的表決權。新加坡與香港法規的目的，是確保被併購或合併影響的股東們，尤其是小股東，均得到公平待遇。

在臺灣，證券交易法的相關條款及《公開收購公開發行公司有價證券管理辦法》第 11 條規定「任何人單獨或與他人共同預定於五十日內取得公開發行公司已發行股份總額 20%以上股份者，應採公開收購 public tender offer 方式為之」。

雖然臺灣啟動強制性全面收購要約的觸發點為 20%似乎低於新加坡及香港的 30%，但在臺灣強制執行這項 20%為啟動公開收購之觸發點其實是更複雜。這是因為如果某方在 50 日內只要取得已發行股份略低於總額 20%股份，就很容易規避這項規則。倘若該某方是在上述 50 日之後的幾天，取得高過於

⁴ 英國的法規是發佈於 1968 年並列出強制性全面收購要約之「質」而非「量」的標準。在 1972 年，引入 40%為啟動點，然後在 1974 年降為 30%。

20%股份門檻的股份，不需要啟動強制性全面收購要約，儘管公司所有權及控制權變動已發生。重複以上規避法規的伎倆以取得股份，顯然違背小股東的利益。

總而言之，我們認為，臺灣的現行有關併購的法規需要提升至其他區域和國際市場之實務標準。這將增強投資者對臺灣市場的信心，並協助臺灣資本市場的發展。在這前提背景之下，值得注意的是，甚至中國已在 1998 年引進股份總額 30% 為啟動強制性全面收購要約的觸發點。

有關「公司併購」規則的比較			
	臺灣	新加坡	香港
啟動強制性全面收購要約觸發點的門檻	在 50 日內取得公開發行公司已發行股份總額 20% 以上股份	取得公司 30% 或以上表決權的股份	取得公司 30% 或以上表決權的股份

主要股東持股比例之揭露 Disclosure of Substantial Holdings

在臺灣，關乎主要股東持股比例之透明度通常較低於其他市場。全球最佳實務有關主要股東持股比例揭露（即進行式、即刻揭露）之門檻，為已發行股份總額超過 5% 之股份，並且幾乎亞洲所有市場已遵循此標準。然而，臺灣之法規要求主要股東在取得已發行股份總額超過 10% 之股份後十日內向主管機關申報。（參《證券交易法第四十三條之一第一項取得股份申報事項要點》第 1 條：「任何人單獨或與其他人共同取得任一公開發行公司已發行股份總額超過百分之十之股份時，單獨或共同取得人均應於取得後十日內依本要點之規定向主管機關申報」。《證券交易法》第 43-1 條第一項：「任何人單獨或與他人共同取得任一公開發行公司已發行股份總額超過百分之十之股份者，應於取得後十日內，向主管機關申報其取得股份之目的、資金來源及主管機關所規定應行申報之事項；申報事項如有變動時，並隨時補正之。」）雖然有其他規則要求在年度報告中，揭露任何主要股東取得已發行股份總額超過 5% 或以上之股份，但這種揭露是延遲，而非即時揭露。

上述 10%的規定有個例外：即，金融控股公司必須向主管機關申報揭露有關任何股東持有已發行股份總額超過 5%或以上之股份者。我們相信，臺灣的法規在這方面也應與全球標準接軌。

自願下市 Voluntary Delistings

另一項對小股東的挑戰是自願下市的議題。儘管有些在臺灣的觀察家認為有更多的上市櫃公司 - 尤其是那些僅擁有小量「公眾持股量」 - 該被主管機關下市，但已有些「自願下市」的案件，造成股東被迫面臨接受不足以反映市值的收購股份要約（參下頁方格內之特寫），或是面臨最後持有已不再屬於上市櫃公司之股票的風險。這樣的爭議建議金融監理機關需要加強關乎下市的規則，以更有效地保護小股東的利益。

目前有關自願下市的要件（藉由臺灣證券交易所發佈的《臺灣證券交易所股份有限公司上市公司申請有價證券終止上市處理程序》是「上市公司申請其有價證券終止上市案，應經董事會或股東會決議通過，且表示同意之董事或股東，其持股需達已發行股份總數三分之二以上」）。

這意味著，董事可以代表公司之所有股東並藉由董事會通過決議表決，若其持股需達公司已發行股份總數三分之二以上。否則，就必須召開臨時股東大會（EGM），並向全體股東取得法定人數及表決通過。

從公司治理的角度來看，以上的法規有幾個重大缺陷：

- 公司下市是一個重大的決定，故若沒公平地進行公司下市，將可能對小股東們有不利的影響。讓董事會單獨通過公司下市的決議 - 即便董事們已擁有公司相當比例的股份 - 仍是剝奪小股東對其所投資的公司未來應有的發言權。因此，決定下市的唯一公平機制是為全體股東召開臨時股東大會（EGM）。
- 如董事及/或控股股東對公司下市擁有商業利益或經濟利益，該董事及/或股東應利益迴避不得參與臨時股東大會之表決。那麼所召開的臨時股東大會應只限於獨立股東（即沒有利害關係的股東、不附屬於任何董事或控股股東之公司股東）之參與表決。
- 設立臨時股東大會之表決門檻為所有合格投票的 66.6%，與區域性標準相較仍屬偏低。

以下的事件足以呈現若是藉由合併，下市可會是更容易的：

下市如何損害小股東之利益 How a Delisting hurt a Minority Shareholder

「A 公司之前是一家在臺灣與中國的領先商務軟件供應商，並在臺灣證券交易所上市交易。在 2007 年，A 公司之管理階級與一個私募股權基金共同成立一家投資公司（即，B 公司）；並由 B 公司以每股新台幣 47.55 之價格提出購買 A 公司之所有在外流通股。整體而言，B 公司與 A 公司的大股東總共持有 A 公司超過 40% 之股份。雖然最終的目的是讓 A 公司能從臺灣證交所下市，但仍為徵求 A 公司與 B 公司之合併（由 B 公司成為合併之後的存續公司實體），而召開一個臨時股東大會。我們是一個總部位於倫敦的機構投資人，擁有 A 公司 9.4% 的股份，並認為 B 公司的要約價格明顯低於 A 公司的內在價值。

「出價人似乎通常先進行合併（merger）之後，再藉由私有化（privatization）來規避臺灣證交所要求下市必須經過股東超級多數決（三分之二）通過之規定。對於這樣一個合併的建議，僅需來自臨時股東大會之 50% 股東的決議通過。此外，由於 A 公司的現任管理層和 A 公司的內部人士已經控制 A 公司超過 40% 的股份，因此取得另外 10% 的支持（以滿足合併所需的 50% 股東決議通過），是不太可能有困難（相較於下市之規定由持股需達公司已發行股份總數三分之二以上，即 66.6% 以上股份的董事或股東通過決議表決來得容易）。

「對和我們一樣的外國投資人，這是一個雙倍令人不快的情況。除了前述藉由合併與私有化而規避下市規定的既成事實，如果我們拒絕接受 B 公司的收購要約，我們的投資將因為 A 公司私有化後而失去原本享有與資本收益稅相關的租稅優惠。因此，我們必須選擇兩個選項之一：接受不具吸引力的收購要約，或面臨懲罰性的稅收負擔。

「本案顯然是一個例子有關臺灣現今法規，如何未能有效保護小股東的利益。原本看似強硬的法規定卻太容易地被規避。在臺灣，對於迫使小股東賣出持股之併購案件，目前法規並無法有效保護少數股東權益面臨利益排擠（squeeze-outs）事件；在類似本案的某些合併及併購案件，大股東則能有效地強迫小股東。」

英國，Hermes Fund Managers

亞洲的其他已開發市場針對下市的批准設置較高門檻。例如，在香港，只有獨立股東（即沒有利害關係的股東）被允許對下市決議表決，並且若有超過10%的公眾持股量股份（按價值計算而言）投反對票，該下市議案將不會被通過。因此，如果公眾持股量最低為25%，那麼不得有超過所有股票的2.5%的股份可以投反對票。此外，由獨立股東在臨時股東大會中之投票，至少75%必須贊成公司下市使得公司繼續進行下市。在新加坡，下市的規則更為簡單並且門檻更低 - 發行股份總額75%以上股份必須支持公司通過下市；然而，仍舊需要一個股東大會。

私募 Private Placements

雖然臺灣許多大公司都有充足現金，當他們需要迅速籌集資金時，他們還是轉向私募。對臺灣的資本密集高科技產業而言，以上情況尤其真實。私募是一種合法的方式為企業帶進有意願的投資者，但適當的程序應該到位以取得現有股東的同意，並限制他們的利益因其股份稀釋而受損。但在臺灣，這種有關私募的法規是相當寬鬆的。不像許多其他在亞洲市場，臺灣法律並沒有規定上限，有多少股份可以通過私人配售發行。《證券交易法》第43-6條規定：上市櫃公司「得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意」。也就是說，一個上市櫃公司在一個有超過已發行股份總數一半（50%）的股東所出席的股東大會上，需要取得至少有66.6%的選票。

至於私募股的價格，在2010年9月1日生效的了《公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項》修訂案第一次定了折扣的上限，設為20%（「所訂私募普通股每股價格不得低於參考價格之八成⁵」）。修訂後的《公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項》也針對私募計畫的資訊公開施行更嚴格的最後期限（即，在董事會決議日起二日內，而非從股東會開會通知寄日），限制唯有最近年度為稅後純益且無累積虧損的上市櫃公司得辦理私募，並要求在股東會開會通知中載明如應募人如為公司內部人或關係人者。

雖然這些措施都是一種進步，臺灣的私募標準仍然弱於由英國 Pre-Emption Group 在1987年所設定的全球最佳實務典範。這個由倫敦證券交易所建立的金融專家機構呼籲上市櫃公司在任何一年不發行超過現有股本之5%的私募股本、在任何一個三年期間內不發行超過現有股本之7.5%的私募股本，並建議私募股每股最高折扣優惠不超過於該股最近期市場價格的5%。雖然

⁵ 參考價格是以下列二基準計算價格較高者定之：(1) 定價日前一、三或五個營業日擇一計算普通股收盤價簡單算數平均數扣除無償配股除權及配息，並加回減資反除權後之股價。(2) 定價日前三十個營業日普通股收盤價簡單算數平均數扣除無償配股除權及配息，並加回減資反除權後之股價

以上這些僅是指引，而不是具有約束力的法規，它們早已成為英國市場的公認標準。

我們相信臺灣的法規可以合理的限制每年度私募的上限為現有股本之 5%-10%，及新股份的最高折扣優惠為其股價之 10%。這些門檻是根據全球投資人正在其他市場，如香港和新加坡，所尋求的標準。在這兩個地方（香港、新加坡），其在任何 12 個月期間內所允許的私募大小是高於 20%。至於私募股價格折扣優惠，香港可高達 20%，而新加坡可高達 10%。全球投資人認為上述折扣標準過高，並具有潛在稀釋股份的問題，因此他們每年對當地有關更新公司私募授權的年度股東大會決議，積極地投反對票。有趣的是，在香港和新加坡，那些規模較大的藍籌股公司，及那些具有良好公司治理信譽的上市櫃公司，均傾向於不辦理私募或把私募股的折價金額及比率限定在合理範圍內（即 5%-10%之間）。

然而應當指出者，當上市櫃公司在面臨嚴重的財務危機中（例如，面臨破產），該公司可有辦理較大數量的私募，並可提供更大折價的彈性，假如這是唯一可使該公司避免停業的唯一途徑。但是該公司是否辦理私募的決定應經臨時股東大會召集全體獨立股東（即沒有利害關係的股東）表決，而不是由董事會決定。此外，當上市櫃公司需要高過以上述門檻限額所允許的更大資本額時（如初創 start-up 及高成長性的公司），倘若該公司有足夠詳細資料向股東解釋其需要更大資本額的原因，並由臨時股東大會中的獨立股東表決通過，應可賦予該公司彈性來辦理較大數量的私募。

建議 Recommendations

為了使臺灣有關併購(takeover)、主要股東持股比例之揭露、自願下市及私募之各別相關法令能與全球最佳實務典範更接近，亞洲公司治理協會（ACGA）建議臺灣之金融監理機關執行以下措施：

- 3.1 檢視目前針對「強制性全面收購要約」（mandatory general offer）的過分複雜法規（即在 50 日之內取得 20% 以上股權），並修訂使之與 30% 的國際門檻一致。
- 3.2 把原本主要股東應揭露其持有已發行股份之 10% 的持股比例之門檻降低為 5% 的持股比例門檻，以利其他投資者能更清楚了解某個主要股東股權之變動。

- 3.3 要求所有提議自願下市的企業的議案需經其股東會同意，並提高目前僅需股份總額三份之二同意為通過之門檻。經由「專家工作小組」的專家建言報告，廣邀包括全球性投資者等市場參與者參與，廣泛徵詢、收集公眾意見後，建立更嚴謹的門檻。此外，排除董事會原本得自行決定下市之能力。同時關閉目前上市櫃公司在企業合併時，下市核准之低門檻的法律漏洞。
- 3.4 針對私募在為期 12 個月的任何的時段內，設定一個有限門檻規範有關藉由私募而發行的股票能發行的最大限額及較低的折價門檻。亞洲公司治理協會（ACGA）認為合理的目標是以私募發行股票之 5% 至 10% 為其最高限額，及 10% 為新股票之最高折價。在例外的情況下（譬如公司面臨破產），得允許為額度大小及折扣優惠百分比設立較高的門檻，或者當公司的確有需要較大規模（數量）的私募，但當且僅當獨立股東（即沒有利害關係的股東）有在年度股東大會或臨時股東大會上表決通過。

附錄 1：香港董事提名候選人之揭露準則

Disclosure Rules for Director Nominees in Hong Kong

香港上市櫃公司在通知股東有關股東大會時，必須揭露董事提名候選人之以下細節：

背景資料

- 姓名全名及年齡；
- 於發行人及發行人集團其他成員所擔當的職位；
- 有關經驗包括 (i) 過去三年在其證券於香港或海外任何證券市場上市的公眾公司中擔任的董事職務；及 (ii) 其他主要的任命及專業資格；
- 出任發行人董事或監事的任期或建議任期；
- 與發行人任何董事、高層管理人員、主要股東或控股股東的關係；
- 《證券及期貨條例》第XV部所指的發行人股份權益；
- 董事或監事酬金金額、計算有關董事或監事酬金的基準，以及其中由服務合約訂明支付的金額；

刑事檢控、法庭命令、等等

- 法定或監管機構對其作出的任何公開制裁的詳情；
- 若其在任何時候被判定破產或無力償債，對其作出上述判決的法庭；若其破產或無力償債獲得解除，其獲解除之日期及條件
- 任何未獲履行、但持續對其構成影響的判決或法庭命令的詳情
- 若 (i) 在其擔任任何企業、公司或非法團的營運企業的董事職務期間或（如屬中國成立的企業、公司或非法團的營運企業）擔任董事、監事或經理職務期間，又或 (ii) 在其終止擔任董事、監事或經理（視屬何情況而定）職務後十二個月內，有關企業、公司或非法團營運的企業解散、清盤（因股東在公司（如屬香港公司）尚有償債能力時提出自動清盤除外）或破產，又或涉及類似的法律程序，或與債權人訂立任何形式的債務償還安排或債務重整協議，又或已被委任接管人、受託人或類似的人員，則提供包括企業、公司或非法團營運企業的名稱、註冊成立或成立地點、業務性質、涉及的法律程序的性質、開始法律程序的日期及涉及金額，連同法律程序可能出現的結果或當前狀況等等詳情；
- 在不違反《罪犯自新條例》或其他司法管轄區相若法例的條文下，有關任何下列罪行的定罪判決詳情（包括每項罪行的詳情、將其定罪的法庭、定罪日期及判處的刑罰）：

- 若其曾在任何時候被視為內幕交易人士；若其任何曾經或現時為關連人士的企業、公司或非法團的營運企業，又或其現時或曾於過去擔任高級人員、監事或經理的任何企業、公司或非法團的營運企業，於其為關連人士及 / 或擔任高級人員、監事或經理的期間內任何時候，被視為內幕交易人士；若其曾於任何時候在內幕交易案件中被判有罪或為涉案者，或遭任何法庭或主管機關判定違反任何證券或金融市場法例、規則或規定，包括任何證券監管機關、證券交易所或期貨交易所的任何規則及規定；或若其曾經或現時為控股股東又或曾經或現時為監事、經理、董事或高級人員的任何企業、公司或非法團營運企業，於其為控股股東、監事、經理、董事或高級人員的期間內任何時候，在內幕交易案件中被判有罪或為涉案者，或遭任何法庭或主管機關判定違反任何證券或金融市場法例、規則或規定，包括任何證券監管機關、證券交易所或期貨交易所的任何規則及規定；
- 若其就任何企業、公司、合夥商號或非法團營運企業或機構的成立或管理而被法庭或仲裁機構判定其須對該企業、公司、合夥商號或非法團營運企業或機構又或任何有關股東或合夥人承擔因任何欺詐、違反責任或其他不當行為的民事責任，則有關判決的詳情；
- 若其曾經或現時為合夥人、董事、監事或經理的任何企業、公司、合夥商號或非法團營運企業，在其為合夥人、董事、監事或經理的期間內任何時候遭撤銷商業登記或牌照，該撤銷的詳情，包括該項登記或牌照遭撤銷之日期、撤銷的原因、後果及當前的狀況；
- 若其曾在任何時候因為任何適用法例、規則或規定又或被任何主管機關判定不合資格擔任或視為不適宜擔任企業、公司或非法團營運企業的董事、監事或經理，又或不合資格參與管理或經營任何企業、公司或非法團營運企業的業務，則有關取消資格或判決的詳情；
- 除法例禁止作出披露外，其受管轄的任何司法、監管或政府機關所作任何調查的詳情，包括調查機構、調查性質及調查事宜；

資訊來源：取自於《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》第 13.51(2) 條及 13.74 條之內容摘要。

附錄 2：亞洲公司治理協會（ACGA） Asia Corporate Governance Association

亞洲公司治理協會 ACGA 是一個獨立自主、非營利的成員制組織，致力於透過研究、倡議、及教育以推廣公司治理能在亞洲持續地改進及紮實地生根。

ACGA 在亞洲主要的 11 個市場進行其獨立研究。ACGA 與亞洲金融監管機關、發行人、機構投資人、及其他關鍵利益集團進行建設性與知情的對話。ACGA 亦安排教育性活動，包括公司治理商業對話，以提高決策者對公司治理的意識及瞭解，並提供論壇討論關乎公司治理的及時專題。

ACGA 最令人稱道的是針對促進不同亞洲市場（如：印度、日本、新加坡）之監管政策改革而提出「白皮書」（White Paper）與「立場聲明」（Statements），以及自從 2003 年開始提出橫跨亞洲 11 個國家的 CG Watch⁶「公司治理概括觀察報告」，其內容包括各國公司治法法規、執行落實程度、政府監管環境、國際會計準則之適用，與公司治理文化五個層面的整體評估。ACGA 亦設置一個網站 www.acga-asia.org 針對亞洲主要市場有關公司治理發展的廣泛數據，以及當地與公司治理相關法規之分析。

聯絡資料：

Mr. Jamie Allen

秘書長 Secretary General, ACGA

電話: (852) 2160 1789

電郵: jamie@acga-asia.org

Mr. Charles Lee

政策倡議經理 Advocacy Manager, ACGA

電話: (852) 2160 1792

電郵: charles@acga-asia.org

亞洲公司治理協會 Asian Corporate Governance Association
Room 203, 2nd Floor, Baskerville House
13 Duddell Street, Central
Hong Kong

Website: www.ACGA-Asia.org

⁶ CG Watch「公司治理概括觀察報告」是由 ACGA 與其創始贊助商 - 里昂證券 CLSA Asia-Pacific Markets 開展合作辦理。

附錄 3: 有關本《白皮書》之貢獻者: 個案研究提供者 About the Contributors

英國 **F&C Asset Management** (簡稱: F&C) 擁有跨越 140 年的傳統, 是一家全球領先的多元化投資管理集團。今天, 這家以倫敦為總部的集團, 以設置在 12 個國家的辦事處來經營, 並為多元化的客戶 (機構、保險、和零售客戶) 管理 1060 億英鎊的資產 (等同 4.77 兆新台幣), 這些資產遍布所有主要資產類別, 包括股票, 債券, 房地產和替代品。此外, F&C 已被另外 20 個投資機構委任為其代表參與有關環保、社會、及公司治理議題的對話及/或投票表決 (這 20 家之總共資產價值在 2010 年 12 月 31 日是 820 億英鎊、等同 3.69 兆新台幣) (www.FandC.com)

英國 **Hermes Fund Managers** (簡稱: Hermes) 是在倫敦市中最大之一的資產管理人, 並是英國電信退休金計劃所全資擁有的。Hermes 致力於代表其客戶選擇投資那些合乎客戶長期價值觀、其所傾向的公共政策、以及國際最佳實務典範。Hermes 的 Equity Ownership Service (EOS) 亦協助其客戶發展及執行有關公司治理的政策與策略, 及負責任性的資產管理, 並在被充分告知的情況下有效地行使其投票權利。截至 2010 年 12 月底, Hermes EOS 負責提供投資建議給大約值 1,100 億美元的資產 (等同 3.194 兆新台幣)。www.Hermes.co.uk

荷蘭 **PGGM Investments** (簡稱: PGGM) 是一家荷蘭退休金管理人和資產管理人, 代表某些客戶投資, 包括代表 Pensioenfondszorg en Welzijn (這是荷蘭的關乎醫療保健和社會福利領域的退休基金, 亦是歐洲最大的退休基金之一)。PGGM 目前所管理的資產大約 1000 億歐元 (等同 3.848 兆新台幣)。www.PGGM.nl

英國 **Universities Superannuation Scheme** (簡稱: USS) 是全英國第二大的退休基金, 並是英國大學主要的退休金計畫, 代表 378 間大學和學術機構。截至 2010 年 12 月底, USS 有 310 億英鎊的資產 (等同 1.395 兆新台幣), 及 25 萬會員。www.USS.co.uk