

美國退休基金機構參與公司治理之探討

鄧學修*

- | | |
|------------------|---------------------|
| 壹、前言 | 肆、教師保險年金協會—大學退休權益基金 |
| 貳、機構投資者與公司治理之關聯性 | 伍、退休基金參與公司治理之分析 |
| 參、加州公務人員退休基金 | 陸、結論與建議 |

摘要

本研究係配合政府近年來推動改革公司治理政策，探討如何藉由機構投資者之參與，以提升企業之公司治理。在眾多機構投資者中，尤以退休基金攸關老年經濟安全之保障最為重要，未來在公司治理角色扮演上，必定具有關鍵性及決定性因素。本文首先探討機構投資者與公司治理之關連性；其次介紹美國大型退休基金保管機構 CalPERS 及 TIAA-CREF，說明兩者本身之治理機制及參與企業公司治理所採取的相關原則、指引與政策觀點等方式；最後綜合歸納退休基金參與公司治理之分析，提出我國退休基金保管機構在公司治理推動角色上應有之作為、可行性的作法，以及相關政策建議。

* 經濟研究處專員。本文承洪處長瑞彬、陳副處長寶瑞、朱組長麗慧提供寶貴意見，謹此致謝。此外，許教授嘉棟、李教授禮仲及匿名學者之審查與指導，亦在此一併致謝。

Study on U.S. Pension Fund Involvement in Corporate Governance

Hsueh-Hsiu Deng

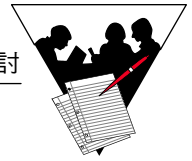
Specialist

Economic Research Department, CEPD

Abstract

In consonance with the government's policy in recent years of promoting corporate governance reform, this paper studies how to enhance corporate governance through the participation of institutional investors. Among the many institutional investors, pension funds are the most important, and will certainly play a key and decisive role in shaping corporate governance practices.

The paper first examines the relationship between institutional investors and corporate governance. It then spotlights two large U.S. pension funds, the California Public Employees' Retirement System (CalPERS) and the Teachers Insurance and Annuity Association, College Retirement Equities Fund (TIAA-CREF), examining their corporate governance mechanisms and the principles, guidelines and policy stances they adopt for their participation in corporate governance. Finally, drawing upon analysis of these two U.S. pension funds' involvement in corporate governance, the paper presents policy recommendations for feasible approaches to enhancing the role of Taiwan's pension funds in promoting corporate governance.



壹、前言

行政院於 2003 年 11 月通過「強化公司治理政策綱領暨行動方案」，做為政府推動改革公司治理政策之依據。2005 年 6 月「公司法」部分條文修正公布，賦予股東提案權及以書面或電子方式直接行使表決權等強化股東權益新措施；2006 年 1 月「證券交易法」部分條文修正公布，推動設置獨立董事制度，並以金融控股公司、銀行及特定規模公司優先適用，自 2007 年 1 月起正式實施；2007 年 12 月「會計師法」條文修正公布，增訂法人事務所組織型態、強化會計師懲戒效能等規定，至此成為我國推動改革公司治理政策之重大里程碑。

公司治理推動的優先對象為上市(櫃)公司、金融服務業、公營事業等部門；在機構投資者方面，由於其掌握巨額資金，影響投資人權益甚鉅，對於企業公司治理之推動與影響不容小覷。此外，機構投資者能利用金融資金的力量來影響企業的公司治理，所以具有相對優勢，個人投資則較難以發揮對公司治理的影響力。而在眾多機構投資者中，又以退休基金最為重要，因此成為本計畫研究重點。

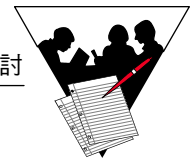
由於退休基金規模日益擴大，投資股票比重亦將逐步提升，成為公司重要投資者，因此在推動公司治理的角色上，必定具有關鍵性及決定性因素，特別是長期性的退休基金。長期性的退休

基金之投資比較具有長期性的眼光，投資時間亦比一般投資者長，其所追求的是穩定性的報酬，而非短期投機性的報酬，如能深入參與公司治理，將形成一股重大推動公司治理的力量，一方面可以降低其投資的風險，另一方面也可促成企業公司治理品質的提升。

本計畫首先探討機構投資者與公司治理之關連性；其次介紹美國最大公共退休基金保管機構—「加州公務人員退休基金(California Public Employees' Retirement System; CalPERS)」及「教師保險年金協會—大學退休權益基金(Teachers Insurance and Annuity Association, College Retirement Equities Fund; TIAA-CREF)」，並參考兩者所採取的相關原則(core principles)、指引(guidelines)與政策觀點(policy statement)等參與企業公司治理之方式，最後衡酌我國退休基金保管機構現況，提出其在公司治理推動的角色上，應有之作為與可行性之作法等相關政策建議。

貳、機構投資者與公司治理之關連性

亞洲金融風暴以及美國安隆案相繼引發的企業危機，加深全球對公司治理議題的重視。以勞退基金或共同基金等機構投資人而言，做為股東的一份子，可說是扮演推動公司治理的一個關鍵性的角色。經濟合作暨發展組織(OECD)所揭示的五大公司治理原則中，提及股東的參與，可使企業價值極大化及增進全體股東利



益，進而強化公司治理的重要性；因此，企業不僅要公平對待所有股東，保障股東權利，更強調股東對企業應有參與及監督的責任。相較於個人股東，公共退休基金為具有特殊性質的股東身份，更是推動公司治理一個很完整的市場機制，這些特質包括：

一、影響公司經營管理

在股權相當分散之市場，機構投資人之持股已可稱為「大股東」，如再與其他機構投資人彼此合作，可以較平等之地位與經營者相互抗衡，而不受經營者影響，更可透過監督公司經營決策，對公司經營績效不佳、或經營者濫權等事宜，迅速提出質疑要求改進，甚至提議重組董事會以更換不適任之經營者。以美國機構投資人公會(Council of Institutional Investors, CII)為例，CII擁有超過 100 個以上的機構會員，其持有上市公司股票加總超過美金 1 兆元。CII 對於公司治理、董事會功能、審計委員會之資格都有其看法，也經常發表對於證券相關法規的意見，定期評估上市公司績效，並每年在網路上公布績效不佳的公司名單(focus list)，極具影響力。

二、具有專業資訊分析及參與監督之能力

一般小股東因欠缺專業性，且持股比例不高，對參與公司治理之興趣亦不高，一旦公司表現不佳，股東多半以出售持股方式退場，避免受到傷害，並表示不滿之意。而機構投資人則較一般

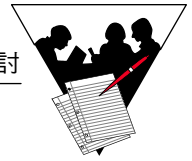
小股東具有專業特質，且因持股占有相當比例，一旦公司經營者發生濫權之情事，也將可發揮監控之機制。

三、為公司主要的利害關係人(stakeholders)

在經營權與所有權分離下，股東為公司財產所有者，為確保董事會妥善代表股東管理公司，股東確實有必要於公司治理中扮演重要角色，而這些機構投資人以股東身份，透過行使股東權(特別是投票權)，投票贊成對於公司有利之管理而反對損害股東利益的行動，對推動完善公司治理來說，是非常重要的機制。一般而言，機構投資人的股東權運作原則，應以保護基金受益人的最佳利益為前題，如能注重公司之經營績效，在持股較高的情形下參與公司治理，將可降低「代理成本」，同時提升監控公司之效率。

四、健全之公司治理與經營績效具有正向相關

根據國際著名投資顧問機構麥肯錫(Mckinsey)發布的調查結果顯示，機構投資人願意多付 12~38%的公司治理溢價(premium)給公司治理較為健全的企業。亞洲華爾街日報 2002 年所發布一份與機構投資人訪談的文章也顯示，機構投資人在亞洲地區選股時，所考量企業的公司治理更甚於其財務因素。以國外為例，這些握有龐大資產的機構投資人，愈來愈重視所投資的公司是否具有良好的公司治理機制，且大部份的基金公司，都已經要求專業經理人和證券分析師，要評估自己負責公司的治理機制能否提供



穩定而長期的獲利，公司治理甚至也成為這些法人機構評估是否投資的關鍵因素，因為頻繁的短線交易績效未必較追求長期投資績效為佳。透過評斷企業公司治理優劣，進而有效率的運作股東權(特別是投票權)，亦可成為一個增加投資組合價值有效率的方式。

五、具有足夠資源進行團體訴訟

一旦公司經營者發生濫權情事，機構投資人以其專業能力，較有足夠的資源，進行團體訴訟，向公司求償。

綜上，機構投資人推動公司治理的關鍵角色，可說是一個很完整的市場機制，其中又以美國的機構投資人最具有代表性，而其作法也深深影響全球各新興市場、其他地區的交易行為、法規、資本市場以及上市企業。以下將分別介紹美國「加州公務人員退休基金(CalPERS)」及「教師保險年金協會—大學退休權益基金(TIAA-CREF)」等公共退休基金保管機構參與企業公司治理之作法。

參、加州公務人員退休基金

一、CalPERS 治理結構

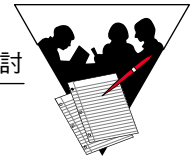
CalPERS 目前為美國最大公務人員退休基金，提供加州現職

公務人員、退休人員及其家屬退休管理與健康照護福利，迄 2007 年 7 月約有 150 萬名會員，2,500 名受雇員工，由 CalPERS「退休管理董事會(Board of Administration)」依 1992 年所修正之加州州法(California Constitution)負責整體退休制度之管理與監督。退休管理董事會選出執行長，負責 2,500 名受雇者的篩選及管理，大部分受雇者負責退休及醫療福利、長期照料、會員房屋貸款計畫及其他計畫與服務事項。

如前所述，1992 年修正之加州州法授權退休管理董事會擁有資金運用以及制度管理的權利，董事會制度主要是保護退休制度防範不當的政治壓力介入，並且確保基金的唯一使用目的為提供相關給付予參與者及其受益人。退休管理董事會為 CalPERS 特殊的治理結構，用以確保決策過程涵蓋廣泛的委員會代表及注重會員權益。依加州州法規定，退休管理董事會之成員由 13 人組成，任職期間均為 4 年，且依州法規定，董事會成員數目、任期及相關推選機構與指派人員等規定非經選舉人過半數之認可，不得立法修改。有關退休管理董事會成員及所扮演之角色如下：

(一) 成員

1. 由 CalPERS 各機構之成員中推選(elected members) 6 人。CalPERS 參與機構中由政府現職員工、教師現職員工、其他公職機構現職人員與退休員工各推選出 1 名代表，再由全體 CalPERS 之成員選出另外 2 名。



2. 依法令規定指派(ex officio) 4 人：依加州州法規定指定由加州之財務廳廳長、主計長、人事管理機構主管及加州人事委員會成員推派 1 人，共計 4 人依職權參加。
3. 指派人員(appointed members) 3 人：由州長(Governor)自州立機構與壽險保險機構中各指派 1 人，另 1 人為州議會發言人(the Speaker of the Assembly)以及參議院委員會(the Senate Rules Committee)共同選出。

(二) 在投資策略議題所扮演之角色

1. 加州參議院(the Senate)提供投資決策方向，並授權予 CalPERS 董事會為整體退休制度之投資運用與財務管理之受託人。
2. CalPERS 董事會資產管理之受託職責為獨立超然之立場。
3. 加州參議院明確指定 CalPERS 董事會管理運用準則為分散投資以達最小風險與最高報酬之效果。
4. 為達公眾利益，要求董事會成員須具備受託人之善盡管理職責與忠誠義務。

二、CalPERS 參與公司治理之作法

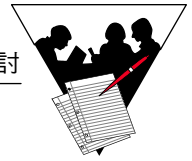
CalPERS 身為美國約 1,600 家公司的股東，透過發布「公司治理核心原則與指引(Corporate Governance Core Principles &

Guidelines)」、「全球委託書投票指引(Global Proxy Voting Guideline)」等方式來表達對美國企業的公司治理觀點，分別介紹如下：

(一)「公司治理核心原則與指引(Corporate Governance Core Principles & Guidelines)」

這份文件主要表達對董事的獨立性、董事會運作與評估、經理人酬勞、股東權益等議題的重視，主要內容有：

1. 董事會獨立性與領導：董事會應由多數獨立董事所組成，獨立董事每年至少一次應單獨召開會議，而執行長或其他非獨立董事應予以迴避。當董事長兼任執行長時，董事會應任命一位獨立董事，擔任協調與領導其他獨立董事成員的角色；董事會中的部分委員會，例如稽核委員會、提名委員會等全體成員，應由獨立董事所組成。
2. 董事會運作：董事會應訂定書面化的公司治理原則並定期加以評估修正，此外，應建立自我績效評估標準，定期就該標準自我審視。
3. 個別董事特性：董事提名人若同時在其他多家公司擔任董事時，應訂定其自身可對公司付出時間的承諾準則，並刊登在公司年報上。
4. 股東之權利：多數股東意見須能夠經由提案修改公司規章，並



可以召開特別會議，股東應能有效參與董事提名程序。

(二) 全球委託書投票指引(Global Proxy Voting Guideline)

2001年3月19日CalPERS發布全球委託書投票指引，並於2005年6月9日修訂相關內容。本委託書投票指引主要包含CalPERS對企業社會責任、企業對股東責任以及執行這些原則的一些看法。有關企業對股東的責任部分，強調CalPERS對公司治理的重視，彙整有關董事應對股東負責、委託書文件、投票的處理、公平對待股東、資訊揭露及督促遵循市場最佳實務守則並揭露遵循情形等內容。

(三) 績效不佳公司的觀察名單(focus list)

CalPERS每年會透過公司治理、三年股東報酬率、EVA(Economic Value-Added)等三項因素考量，來決定將會列入該名單的被投資公司。所考量的因素大致有董事組成及架構(人數在6-15人、董事長與CEO不同人、提名委員會全數由獨立董事擔任、審計委員會及酬勞委員會全數由獨立董事擔任等)、董事酬勞及持股、經營層面、反收購機制等。

對列在名單上的公司，CalPERS會敘述對其公司治理的疑慮，並要求其採取改善措施及公司承諾事項。例如全錄公司(Xerox)的提名委員會成員，未全數由獨立董事組成，以及公司發生重大會計醜聞；安隆公司(Enron)、世界通訊公司(World Communications)的隱藏虧損；默克藥廠(Merck)將消費者的醫療自付額虛列為營收

等事件。這些被列入名單的公司，使投資人喪失信心，當時股價都明顯下跌，也引起了政府與市場人士的廣泛討論，進而重視公司治理。

(四) 委託書投票紀錄

CalPERS 依據上述「公司治理核心原則與指引」與「全球委託書投票指引」的部分原則，進行委託書投票，並會揭示投票結果，如果投反對票，也會敘明所反對的理由。

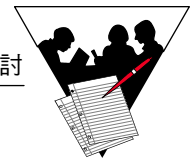
(五) 股東提案權

CalPERS 也會運用 1934 年證券交易法所賦予股東提案權，作為督促公司的手段，並會揭露有關提案內容及得票結果。

(六) 提起訴訟

綜上，CalPERS 首先發布公司治理原則，涵蓋董事會組成、經理人與管理者間之關係等。若部分公司未用心改善其公司治理實務，CalPER 將採取更積極的做法，包括發布公司治理原則指引、目標公司績效不佳者之名單、甚至提起訴訟督促其所投資的企業做好公司治理。

CalPERS 主張全球所有企業不論身在何處運作，都應針對當地個別情況，採行適當的公司治理原則，這些原則亦應透過當地市場參與者來發展，取得共識後經由公司的運作形成。



肆、教師保險年金協會—大學退休權益基金

一、TIAA-CREF 退休系統

TIAA-CREF 為全球最大的退休系統之一，其中 TIAA 為 1918 年紐約卡內基公司所捐贈的 100 萬美元所創設，其任務在提供大學及學院教職員工保險及退休計畫。其後之資金來源則來自參加機構與個人之持續提撥。CREF 則於 1952 年創設，主要投資於普通股票並提供可變年金(variable annuity)。

早期 TIAA 之投資組合，主要為政府、鐵路及企業債券。此一策略讓其在 1929 至 1939 年經濟大蕭條時期資產管理規模仍能大幅成長。1940 年間，通貨膨脹率每年固定在 7%，1946 年更高達 18.2%，加上人口年齡增加，對於基金經算預估，產生極大挑戰。TIAA 面對此一挑戰之因應策略，在於領先之經濟研究與財務創新觀念。其研究團隊認為，投資固定收益不足以因應通貨膨脹風險，單單投資於權益證券亦有其市場風險，最佳的策略在於妥善運用固定收益與權益證券的投資。

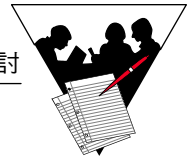
在公司治理及會計革新議題成為主流之前，TIAA-CREF 已在此兩個領域中居於領先地位超過 10 年。TIAA-CREF 之公司治理著重董事會之獨立性，至少 3/4 的董事必須是獨立的。所謂獨立性係指董事或其直系親屬現在或過去，不能任職於本公司，除股權或其他同等性質之投資外，與公司及管理階層之間，不得有任何

個人或財務上的重要關連，因此在實質上或外觀上，維持董事對於股東之客觀性及忠誠度。另外，董事尚須持續接受董事相關教育，俾有能力並了解其角色與責任。董事之責任包括監督信託義務、選擇執行長與維持管理階層的持續性、策略計畫、權益投資政策等。TIAA-CREF 之投資策略則在投資之透明度與公平交易之精神。

二、TIAA-CREF 治理結構

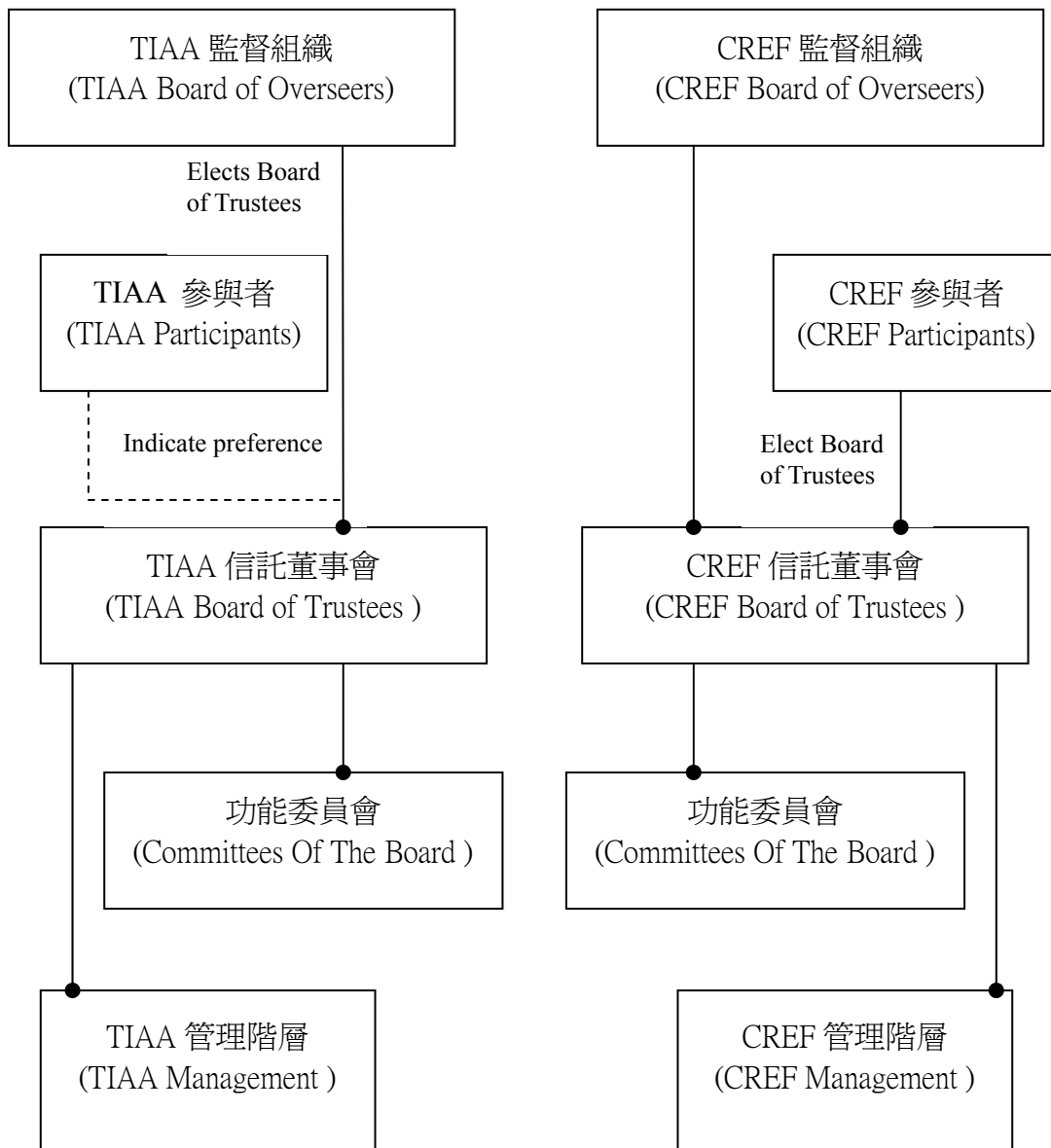
教師保險年金協會與大學退休權益基金為兩個具有相同任務的公司。兩公司分別受不同的法律規範，且由不同的政府機關管轄；兩協會有其個別的信託董事會(TIAA Board of Trustees and CREF Board of Trustees)，其責任在確保兩組織合宜的管理。在兩董事會之上，尚有分別不同的監督組織(TIAA Board of Overseers and CREF Board of Overseers)。

TIAA 和 CREF 擁有其個別的監督組織(TIAA Board of Overseers and CREF Board of Overseers)，成員包括兩組織各自的委員長(Chairman)、執行長(CEO)以及來自外界各種不同背景和領域的人才，其中又以教育和商學領域的學者專家居多。TIAA-CREF 的內部會員不可做為監督組織的成員，目的在確保監督組織運作的獨立性。監督組織成員每年至少安排兩次集會，以進行各項議題的討論。



茲將 TIAA-CREF 之治理結構圖介紹如下：

TIAA-CREF 治理結構圖



TIAA 和 CREF 除各自擁有其監督組織外，亦擁有其個別的信託董事會(TIAA Board of Trustees and CREF Board of Trustees)，其責任在確保管理階層按正軌穩定運作。信託董事會成員均為外部獨立的信託管理人(outside independent trustees)組成，每年改選一次，候選人的名單來源各不相同，但均需透過提名(Nominating)及人事(Personnel)委員會篩選出符合特定時點所需要的人才。此外，TIAA-CREF 亦徵求(solicits)參與者每年在投票過程中所提出的候選人名單，參與者可在 TIAA-CREF 所設計的選票(ballots)上提供未來希望的信託管理候選人姓名及相關建議。

至於信託董事會則是透過各種功能委員會(Committees Of The Board)的方式來運作，功能委員會都是由獨立的信託管理人所組成，主要有稽核委員會、提名及人事委員會、公司治理和社會責任委員會、執行委員會以及投資委員會。各委員會功能如下：

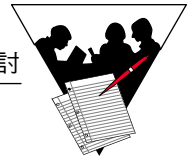
(一) 稽核委員會(Audit Committees)：

監控(monitor) TIAA-CREF 財務業務報表精確符合公司會計政策和原則，並審核公共獨立會計師的財務報告；TIAA-CREF 的內控執行長(chief internal auditor)亦直接向稽核委員會報告。

(二) 提名及人事委員會(Nominating and Personnel Committees)：

辦理信託管理人選舉、監督公司薪酬政策及安排執行集會事宜。

(三) 公司治理和社會責任委員會(Committees on Corporate



Governance and Social Responsibility)：

研擬有關公司治理及社會責任議題之相關政策，並制訂對資產組合公司(portfolio companies)的投資指引(guidelines)。

(四) 執行委員會(Executive Committees)：代表董事會執行職務。

(五) 投資委員會(Investment Committees)：

包括 TIAA 投資委員會和 CREF 財務(Finance)委員會。TIAA 投資委員會制訂有關商業抵押放款、房地產投資、公共債券以及個別公司債等政策，並加以審核。CREF 財務委員會制訂 CREF 可變年金帳戶(variable annuity account)的投資組合策略指引，並進行審核，包括投資在股市、債市及其他貨幣市場投資工具。

三、TIAA-CREF 參與公司治理之作法

TIAA-CREF 為保障投資，認為有責任提出改善投資標的公司之管理，因此提出「公司治理政策原則(Policy Statement on Corporate Governance)」，對於公司重大事項訂定規範，包括董事會結構與運作、股東權益與委託投票(proxy)、經理人報酬、有關報酬之原則、CEO 的績效評估與傳承計畫、策略規劃、責任督導、社會責任以及基金與公司間之溝通等。

TIAA-CREF 為加強董事會對股東的責任感，提出以下觀點：

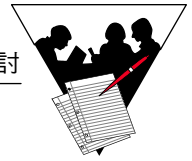
(一) 董事會應大多數為獨立董事，其結構應包括全部由獨立董事

組成的審計、薪酬及提名委員會，所謂獨立性之意涵如前所述。

- (二) 董事會為董事建立一套固定的退休政策，並規定所有董事必須擁有該公司的普通股，透過這種方式可減少公司的代理成本。
- (三) 董事會必須由合格人員組成，並具有不同經驗、性別、種族及年齡。每位董事必須體認需要有足夠的時間與能力以行使其董事責任。
- (四) 董事會應對其自身及個別董事的表現有一評估機制，由董事會依據其制訂的標準，每年至少公布一次董事年度考核報告。
- (五) 董事會應定期召開執行會議。

伍、退休基金參與公司治理之分析

退休基金的性質大多數屬長期持有投資標的，週轉率較低且單一持股比例大，這些因素促使退休基金經理人鼓勵其投資的公司增進股東價值，而非僅是賣出其持股，因此對於投資對象的公司治理之參與程度，應比其他類型的共同基金深入而積極，也才能夠發揮足夠的影響力。以勞退基金為例，屬於具有長期投資義務的投資人，應在投資目標公司的公司治理扮演重要的角色，因此，基金經理人必須對公司治理概念有更深的認知。



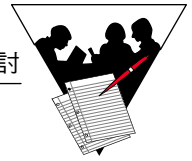
退休基金與其他證券投資信託基金等共同基金因受託人性質不同、資產結構不同、利害關係人不同、存續目的不同等因素，在公司治理上應涉入的程度也就不同。退休基金以其所有權人的立場，所能涉入的範圍可包括參與公司會議的投票、與公司經理人就有關績效與管理等議題進行溝通、以及其他股東行動主義所涵蓋的活動等。在這些方式中，以從事投票所耗費的成本較低，其他方式需要花費額外資源的成本較高。如果基金欲從事投票以外的活動，可事先評估其成本與效益，以最有效率的方式參與企業的公司治理。

以委託書投票發揮影響力是國際上大型退休基金目前最常使用的方式，如前所述，CalPERS 與 TIAA-CREF 都有採行。目前投票仍被認為是股東能影響公司最重要的方式之一，但並非所有議案皆須參與投票，宜適當而有效的影響公司管理下，以謀求最大利益。在公司治理參與議題上，大致以被投資公司的董事會組成、酬勞、股利的分派、併購議題、管理階層對董事會的責任、董事會對股東的責任、經理人酬勞與績效、獨立董事與管理階層間的獨立性等方面為原則，說明退休基金認為公司所應遵循的公司治理實務。2004 年 OECD 新修訂版的公司治理原則，也強調本於機構投資人成本與利益的考量，並不要求機構投資人均應行使投票權，但呼籲機構投資人應公布其自身的公司治理政策及其投票權的執行方式。

從美國 CalPERS 的經驗得知，藉由委託投票權的行使，亦可增加公司價值，因此機構投資人對投資組合中的企業行使股東權(特別是投票權)時，應如同處理其他資產，負起忠實義務，保障受益人最大權益。此外，在監督董事會的薪資及績效議題上，最適合由機構投資人多參與監督，如對公司經營管理有不滿，機構投資人亦可透過與公司高層交換觀點及經營管理，或參與股東會表示意見，甚至重新選任董事。

本文藉由探討美國大型公共退休基金 CalPERS 與 TIAA-CREF 參與公司治理之方式，歸納出兩者在參與公司治理上所採用的步驟大致如下：

- 一、從投資組合中挑選出目標公司。目標公司挑選的標準隨機構而異。TIAA-CREF 是以公司具體的治理模式為標準，而 CalPERS 則除了治理模式外，也會將公司的經營情況考慮在內。
- 二、向選定的目標公司提交代理表決書或股東議案。
- 三、以正式信函或電話的方式，開始與目標公司進行溫和、友好的對話，並進一步與目標公司之間達成協議。
- 四、監督目標公司，確保協議完成。CalPERS 會公開他們所選的目標公司以及與其達成協議的性質，並引進外部監督，如此可降低機構投資者的監督成本。而 TIAA-CREF 則相反，他們



幾乎不公開其所選的目標公司以及雙方所達成協議的性質，此時機構投資者會負擔較高的監督成本。

陸、結論與建議

過去機構投資人在公司治理的角色較為被動，機構投資人只關心是否能取得足夠的財務報酬，對公司經營管理等公司治理相關議題較無興趣。他們通常會支持公司的經營者，但除非在緊急情況下，否則通常不傾向定期參與投票或直接涉入公司的經營管理，即使公司出現管理不善的情形，多數亦僅選擇出脫手中持股作為其資產管理方式。部分機構投資人甚至認為，如果過於積極參與公司經營，反而可能侵害公司經營團隊的決策權，迫使其作成不利於公司整體利益的決策。此外，機構投資人須自行負擔行使股東權之成本，但所產生之利益卻由公司全體股東所共享，這種外部性現象亦阻卻其行使股東權。

然而，這個趨勢在最近幾年已有一些改變，尤其是公共的退休基金(pension fund)等大型機構投資人，更是扮演積極參與公司治理的重要角色。驅使機構投資人開始扮演公司治理重要角色的原因，除目標公司管理階層或大股東時而所見發生的詐欺、舞弊、濫權等行為外(如美國安隆公司及世界通訊公司所發生的企業弊案)，還有包括如科技的發展，資訊取得便捷，股東權之行使成本降低；基金對客戶的信賴義務觀念增強；基金本身持股比例提高

等因素之考量。

國內三大退休基金(勞退基金、勞保基金及退撫基金)目前參與公司治理涉入程度不高，本文綜合前述有關 CalPERS 及 TIAA-CREF 之探討，對我國退休基金保管機構提出如下建議：

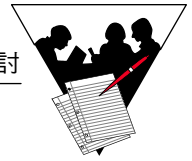
一、逐步調整權益型資產投資比例

國內三大退休基金目前在股票及受益憑證等權益型投資比例約為 15~20%，而 CalPERS 在 2007 年 12 月底的資產組合配置中，其權益型投資比例達 63.8%，可見國內退休基金在保證收益率之規範下，投資態度較為保守；在參與公司治理的角色上，與國際性的大型基金相較亦顯不足。建議國內退休基金可考慮逐步調整權益型資產投資比例，以提高對企業公司治理影響程度。

二、參考公司治理評量選取投資標的

CalPERS 認為長期資金之挹注可影響公司和投資者的決策，所以每年皆會透過媒體定期公告上市公司治理優劣之名單(即所謂「黑名單」或「觀察名單」)，迫使上市公司努力遵循 CalPERS 制定的準則進而提高公司形象。實證研究亦顯示在機構投資者的報告結果公布後，對上市公司股票走勢產生顯著影響。

國內退休基金保管機構在國情及相關制度規範下，短期恐不易仿效 CalPERS 做法，公布公司治理優劣名單；建議可參考民間組織社團法人中華公司治理協會每年所公布之公司治理制度評量



結果，選擇公司治理優良之企業做為投資標的，以激勵企業重視並落實公司治理。

三、訂定公司治理相關投資規範

退休基金保管機構在評估投資對象風險時，可要求委外操盤業者針對投資對象預先訂定相關治理條件之要求，例如投資標的公司之董事會職能、表決程序、資訊透明度、保障股東權益等公司治理條件。訂定原則或可參考中華公司治理協會每年治理評鑑優良之公司，以其治理條件訂出投資入選的標準或重要參考依據，成為導引企業強化公司治理的市場力量。

四、參與公司經營，落實股東權利

CalPERS 對其所投資的公司會進行公司治理之研究，以比較被投資者實行公司治理前後的差別，以監督公司有無落實公司治理。此外，亦藉由參與董事會的活動，積極介入公司經營。做為長期投資者，擔任公股或法人董事時，若僅監督公司治理而未積極介入公司經營，尚不易了解公司的實際運作。建議我國退休金保管機構除監督所投資之公司之外，可提高介入經營的程度，以更加了解公司的實際經營情況。

五、促進公司治理，降低投資風險

機構投資者積極參與公司治理制度，除可促進企業公司治理品質提升之外，更重要的是可降低其本身投資風險。國內三大退

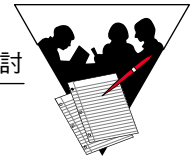
休基金、郵政儲金、投信、外資等機構投資者，規模日益擴大，參與資本市場投資比重也大幅提高。長期性基金的機構投資人中，其受託保管投資人資金，對投資人負有社會道義責任。因此，機構投資者在充分發揮其市場影響力之下，除引導國內企業健全公司治理，更可確保其本身風險及廣大投資大眾之權益。

六、積極參與教育訓練及宣導活動

退休基金保管機構應提供退休基金相關作業人員，如委外操盤業者之公司治理教育訓練或相關課程研習，以培養其公司治理觀念。此外，亦可積極參與如中華公司治理協會或證券基金會等民間組織所舉辦之教育或宣導活動，以強化機構投資人評估企業公司治理良窳之專業能力。

七、建立網頁公司治理專區，強化資訊公開透明

鑑於資本市場需要具備一套公平、透明的交易機制，投資者更需及時、充分及高品質的資訊，才能提昇提升市場效率，促進經濟資源有效配置。透過政府及民間團體積極倡議，國內各界正同心協力提升公司的資訊透明度，政府亦已主動公開相關資訊。目前金管會證期局、證券交易所、櫃檯買賣中心、證券市場發展基金會等單位所屬網頁已設有公司治理專區，建議三大退休基金保管機構宜適時參採加以增設，納入參與公司治理之相關資訊。



參考文獻

1. 劉紹樑(2003), 強化公司治理機制之研究, 行政院經濟建設委員會委託研究報告。
2. 鄧學修(2005), 美國退休基金機構治理機制與影響之研究, 行政院經濟建設委員會出國報告書。
3. 陳茵琦(2005), 「機構投資人與公司治理」, 證券櫃檯月刊, 第 111 期。
4. 朱德芳(2007), 「公司治理與基金治理—兼論投信事業行使證券投資信託基金所持股股票股東權之相關規範」, 行政院公平交易委員會演講資料。
5. 李禮仲(2005), 「機構投資人推動公司治理之推手」, 中華公司治理協會專欄, 2005 年 5 月 1 日。
6. 財團法人證券市場基金會(2005), 「美國公共退休基金參與公司治理之相關動態簡介—以 CalPERS 為例」, 2005 年 7 月。
7. 張特生(2001), 「美國機構投資者在公司治理中的作用」, 證券市場導報, 2001 年 8 月。
8. 劉紹樑(2002), 「加強金融機構的公司治理」, 經濟日報, 2002 年 4 月 7 日。
9. Asian Corporate Governance Association(2003), “Japan: Shareholders flex their muscles, New in Asian corporate governance”.
10. Collective Investment Schemes, Report from the Technical Committee of the IOSCO(2002), “Investor Disclosure and Informed Decisions”.
11. Dow Jones Newswires(2003), “CalPERS Adds Two Firms To Watchlist For Underperformance”.
12. Jonathan F. Pedersen(2004), “SEC To Revisit Shareholder Access To The Company Proxy”, Corporate Counsel.
13. OECD Secretariat(2006), *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries*.
14. Report of the Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce(1998), “The Governance Practices of Institutional Investors”.
15. Reuters(2003), “Fund Managers May Face New Law”.
16. Reuters(2006), “Japan Pension Funds Act”.
17. Technical Committee of the IOSCO(2002), “Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes”.