

QIC從國際股權 及投票趨勢看台灣

最新消息

智冠經營權之爭落幕，ISS、Glass Lewis 兩大投票顧問建議機構看法相左，網銀取得2席董事

全球股東行動主義 (shareholder activism) 興盛，風潮已吹向亞洲，台灣企業應未雨綢繆

智冠經營權之爭主要時間軸

2023-12-5

網銀公告取得智冠 10.6% 之股權，據外界估計泛網銀集團累計持股達到 27.5%。

2023-12-21

智冠宣布與榮剛進行換股，換股比例為每1股智冠換發2.2股榮剛。根據2023年12月20日的收盤價，智冠的收盤價為NT\$188.5，榮剛為NT\$1.7，換股折價幅度近四成。

2024-1-9

網銀針對換股案聲請定暫時狀態假處分。

2024-1-29

法院裁定，網銀所提之訴求均駁回。根據公告指出，經商業法庭審認網銀公司「未釋明本案勝訴可能性」、「本院權衡處分與否對兩造損害之可能性程度，暨對公眾利益之影響，難認有保全之必要性。」駁回其全部聲請。

2024-1-30

換股案生效，智冠持有10.44%榮剛的股權，而榮剛則持有智冠18.32%的股權。此次換股造成智冠股權稀釋18%。

2024-4-26

智冠將於股東會改選10席董事，包含6名董事與4名獨董。智冠提名10席，網銀提名2席董事與2席獨董，鉞鉅控股提名4席董事與2席獨董。

2024-6-13

國際投票顧問建議機構ISS發布投票建議報告，支持公司派10位董事候選人。

2024-6-17

國際投票顧問建議機構Glass Lewis發布投票建議報告，支持網銀派2位董事、2位獨董以及公司派2位獨董。

2024-6-24

智冠股東會落幕，公司派取得5席董事及3席獨董，網銀派取得1席董事及1席獨董。

資料來源：QIC整理

智冠經營權之爭落幕，ISS、Glass Lewis 兩大投票顧問建議機構看法相左

主要爭議事件

網銀與遊戲橘子聯手欲搶奪智冠經營權？

公司派：智冠在與外資溝通的公開簡報中指出，網銀國際與鉑鉅控股（代表遊戲橘子）聯手提名10席董事，要搶奪智冠董事會的控制權。智冠指出網銀及遊戲橘子的創辦人蕭政豪及劉柏園皆曾公開表示要整合遊戲點卡市場及遊戲產業的目標，而隨著網銀持續增加智冠的持股，加上遊戲橘子將GASH樂點的股權售予網銀，皆足以證明他們的目的。

市場派：由網銀提名的董事候選人則在公開簡報及信函中表示，由網銀推派的4位董事候選人，從未尋求智冠董事會的控制權，且他們的行動與決策與網銀或與鉑鉅提名的6位董事候選人完全無關。他們的目標在於加強智冠董事會的監督功能，呼籲投資人根據各董事候選人對董事會多元化和專業知識的貢獻進行評估。

智冠與榮剛換股案 策略聯盟？鞏固經營權？

公司派：智冠表示藉由此次與榮剛的結盟，利基於雙方所營實體及虛擬事業的相容性與擴充性，包括遊戲娛樂、健康運動及網通資訊等重點產業。智冠與台鋼集團之健康運動事業旗下公司近年來早已有業務合作經驗，且雙方團隊溝通互動良好，為了建立長遠深入的戰略關係，本次以雙方增發新股的架構互相持股投資結盟，以鞏固雙方合作並共同開拓新的市場領域。

市場派：市場派的董事候選人則表示，榮剛為一家鋼鐵公司，與遊戲產業毫無關係，智冠所稱的綜效為與台鋼集團之間的合作，但是榮剛又如何有能力促進台鋼集團旗下其他公司推動與智冠之間的合作。且智冠在網銀公告取得智

冠超過10%股權後，隨即宣佈了與榮剛的換股案，這無疑是智冠董事長王俊博為了鞏固其控制權，而犧牲其他股東利益的行為。

換股比例 53億換 32億？

公司派：在此次換股案最受爭議的除了換股對象外，還有換股比例。智冠表示，此換股案已經過櫃買中心同意生效，且智慧財產及商業法院皆已駁回網銀國際公司定暫時狀態處分及緊急處置之聲請。

市場派：市場派董事候選人指出智冠採用較長天期的均價來計算智冠與榮剛的價值，此舉與過去台灣市場的換股案作法相違背，並嚴重低估智冠的價值。此外，在計算同業估值時，未能精準選擇與智冠業務相近的同業，也同樣導致智冠價值遭低估。還有在計算榮剛之價值時，撇除了較低的估值計算方式，不僅違背鋼鐵產業的特性，也讓榮剛價值高估。根據市場派計算，合理的換股比例應該為智冠1股換發榮剛3.01至3.47股，而1:2.2股是嚴重犧牲智冠股東37%至58%的股權價值。

智冠過去經營表現

公司派：智冠表示過去1年、3年、5年的股東報酬率表現優於遊戲橘子，也優於文化創意產業指數的表現。

市場派：市場派董事候選人則表示，在智冠董事長王俊博的領導下，研發及資本支出投入持續減少，導致遊戲品質和市場競爭力下降，進而使營收及股價表現不佳。此外，智冠所投資的主要子公司近年獲利表現不佳，導致整體財務狀況下滑。

智冠經營權之爭落幕，ISS、Glass Lewis 兩大投票顧問建議機構看法相左

國際投票顧問建議機構看法

智冠與榮剛換股

ISS: 針對換股案，ISS並不反對市場派提出公司使用長天期均價操縱換股比例一說，而且確實對於智冠與榮剛之間的業務綜效感到擔憂。此外，智冠聲稱與榮剛結盟，佈置健康娛樂等業務，但鑒於雙方核心業務上的差異，ISS不禁質疑，智冠為何選擇業務綜效較小的策略夥伴。ISS認為換股交易的動機似乎還很模糊。儘管ISS不排除此類交易犧牲少數股東價值的可能性，但他們仍認為雙方的結盟需要長期的觀察。

Glass Lewis: GL表示智冠與榮剛的股份交換缺乏策略連結，過程決策也非常倉促及草率。經過GL的評估試算，表示合理換股比例應為智冠1股換榮鋼2.7至3.09股。另外，鑑於此次換股的規模影響甚鉅，站在良好公司治理實踐的角度，換股案應提交股東會同意，智冠此舉乃是對於透明度和股東民主的漠視。

ISS 質疑網銀獨董候選人的獨立性

ISS: ISS點出大股東網銀國際將其提名的獨立董事候選人放在第一線，與一般董事候選人共同為網銀國際發聲與背書，已然有失獨立董事基本所應具備的獨立性與客觀性。

Glass Lewis 點出智冠公司治理的重大缺陷

Glass Lewis: GL注意到莊璧華獨立董事過去幾個月對董事會的多項議案皆公開表示反對意見，這在他們看來是非常不尋常的，代表該名獨董在可能面臨到反彈的情況下，仍認為其應盡其作為董事的道德或是職業責任。

ISS 支持公司派所有董事候選人

ISS: ISS認為目前沒有明確的證據顯示管理層存在不當行為，且智冠自2019年來業績穩定。

另外考慮到目前管理層對於智冠當前業務的熟悉程度，ISS表示現在並沒有必要支持市場派提名的董事會候選人，故表態全數支持智冠所提名之10位候選人。

Glass Lewis 反對繼任董事及台鋼相關的董事並支持網銀的董事以及智冠兩席獨董人選

Glass Lewis: GL表示，此次換股沒有任何策略或財務上的價值，而現任的董事應該對於這種明目張膽鞏固控制權的策略和公司治理嚴重的缺失承擔責任。GL也建議反對與台鋼有密切關係的董事，GL表示若這三人均當選為智冠董事，台鋼與榮剛將會擁有智冠董事會30%的席次，這與榮剛持有18%的股權並不成比例。

GL認為網銀提名的4位董事候選人將能夠為董事會帶來多元化的專業背景與知識。GL建議投資人累積投票支持網銀提名的4位董事以及由董事會提名的2位獨立董事，以確保董事會能充分實現改革。

QIC觀察

ISS尊重台灣主管機關的裁決表示智冠股權交換程序與比例均合法無虞，而換股效益需要長時間驗證，股東們可持續觀察對公司長期發展的影響。就客觀財務數據分析，智冠經營團隊自2019年開始，營運表現，經營績效與公司治理，各項表現相當穩定。因此，ISS站在營運穩定的角度，支持所有公司派候選人。

ISS點出質疑王志誠獨董的獨立性，但在實務上，獨立董事的責任難道不是就是要在公司存在公司治理缺失時發聲嗎？

Glass Lewis此次給出的投票建議是非常罕見的，尤其是反對繼任團隊包含現任董事長，可見Glass Lewis明確意識到智冠董事會需要改革的重要性。

全球股東行動主義興盛，台灣企業應未雨綢繆

Elliott Sends Letter and Presentation to the Board of Southwest Airlines

<https://reurl.cc/WxKdd9>

激進投資者 Elliott Investment Management 向世界最大廉價航空Southwest (NYSE:LUV) 航空公司發起名為「Stronger Southwest」的股東行動主義活動。

Elliott 指出公司固守過往傳統的商業策略，使得在美國航空業的營收創歷史新高的時期，營收表現卻落後於同業，且預估 2024 年的 EBITDA 將比 2018 年的水平低近 50%，在失望的財務表現下也讓股價在過去三年下跌了 50% 以上，也跌破 2020 年 3 月因疫情停工最嚴重時期的交易價格，員工的分潤及其退休基金計劃也連帶受到極大的影響。針對 Southwest 航空目前的情況，Elliott 點出了以下問題：1) 公司守舊的規定與作風，影響了其市場競爭力，尤其在技術上未能配合市場變化，導致在 2022年12月滯留了超過 200 萬名乘客。2) 公司高階管理人員任職過長，執行董事長和執行長在公司工作了 74 年，其豐富的工作經歷卻未能有效帶領公司適應現行環境，導致經營績效持續低落。3) 公司成本不斷上升，但營收未能向同業跟進，而管理層卻將業績誇大描述，與盈利前景相違背。4) 董事會監督成效不彰，未能有效推動公司轉型，且多數獨立董事皆由執行主席聘任，且缺乏外部航空業經驗，在董事管理團隊中，八名的管理人員中僅有一名有其他航空的工作經驗，而其餘人員平均在 Southwest 航空任職超過25年，過長的任期使董事保持一貫的做事風格，難以有效推動公司轉型。

為此 Elliott 提出以下三項建議以改變現狀：1) 加強董事會組成：董事會應進行重組，應招募具有獨立性，並且在航空業、客戶體驗和技術方面擁有相關專業知識的人員。

2) 更換領導層：Southwest 航空必須從公司外部引入新的管理階層，以提高營運執行力並改善 Southwest 航空的商業策略。3) 進行全面的業務審查：Southwest 航空應重組一個新的管理層和董事會層級的委員會，評估所有現行可行的機會，以協助公司業績能夠迅速恢復到過往水準。此舉將有助於公司營運轉型，增加客戶選擇、成本控管和 IT 系統提升，並利用新董事的觀點來制定未來最佳計劃。

透過執行「Stronger Southwest」計劃，Elliott 相信公司能夠恢復其過往行業領導的地位，並表示 Southwest 航空的股價可以在 12 個月內達到每股 49 美元，並相信該計劃將會提高對於員工的分潤和員工認股計畫的價值。

關於寬量國際 QIC

QIC是臺灣第一家致力於服務大中華區企業解決資本市場問題、進而提升企業股權價值的獨立性國際財務顧問機構。我們一直以來都持續關注國際重要股權及ESG議題，並曾與台灣許多上市公司合作以應對積極股東行動並改善與投資人的溝通。

我們的團隊係由經驗豐富的專業人員組成，針對投資人投票行為、公司治理、及投票制度皆有豐富經驗，可以幫助您制定正確的策略來應對積極股東之進攻。

如果您有興趣並在尋求制定防禦策略的專業諮詢，請聯繫 Jack Lin <jacklin@qtumic.com>、Coco Chuang <cocochuang@qtumic.com>。

免責聲明

- 此份報告所引用之資料皆取自公開信息。檔中所包含的任何估算及預測皆由寬量國際股份有限公司 (以下稱QIC) 所提供，其中涉及主觀判斷或分析的部份可能不全然正確。關於本報告的正確性或完整性，QIC及本公司的經理人、高級職員、雇員、顧問、以及代表人無論以明示或暗示皆不能代表或保證。QIC並未獨立查實本報告所含資訊，且對於資訊的正確性或完整性不負完全責任。
- 此份報告之版權所有為QIC，報告接受者須同意不得拷貝、抄取或重製部分乃至整份檔案。



到底是哪些外資
在賣我的股票？

ABOUT QIC

QIC是臺灣首家獨立財務顧問機構，專注於解決企業資本市場問題，提升股權價值。作為國際公司治理協會（ICGN）會員，QIC強調從資本效率、公司治理、投資人溝通、股利政策到流動性等多方面影響股權價值，主張制定系統化方法吸引國際機構投資者。成功實踐在資本市場上獲得高溢價，突顯QIC在提供客制化資本市場顧問服務中的領導地位。

外資天眼通™

提供最佳解決方案

QIC以豐富的資本市場經驗，協助企業追蹤資本市場動向，深入分析並關注股東結構，提供即時股權變化情報。透過我們的服務，企業不僅能敏銳地追蹤機構股東的進出動向，也能在股東會時掌握外資股東的投票行為。

服務項目

每日
交易警訊

協助追蹤每日
成交資訊

每週資本
市場追蹤

提供每週資本市場
動態分析報告

每月
股權洞察

協助每月追蹤機
構股東持股變化

外資投票
策略分析

於股東會提供外
資股東辨識及投
票行為分析

