

行政院及所屬各機關出國報告  
(出國類別：出席國際會議)

## 參加「2018年OECD亞洲公司治理 圓桌論壇會議」報告

出國人員：

金融監督管理委員會證券期貨局

蔡副組長媛萍

呂專員盈錄

派赴國家：馬來西亞

出國期間：107年11月6日至9日

報告日期：107年12月27日



# 目 錄

第一章 前言 .....	1
第二章 出席圓桌論壇紀要 .....	3
主題一：2018 年亞洲市場回顧—朝全球化整合腳步邁進 .....	3
一、亞洲市場發展情形回顧.....	4
二、馬來西亞市場發展概況.....	6
三、日本市場發展概況.....	7
四、中國市場發展概況.....	7
主題二：馬來西亞近期公司治理發展情形 .....	9
一、馬來西亞新版公司治理守則簡介 .....	9
二、馬來西亞董事會推動性別多元化的挑戰 .....	10
三、馬來西亞未來公司治理推動重點 .....	11
主題三：彈性比例原則於公司治理領域之運用 .....	12
一、各國彈性比例原則於公司治理領域之運用概述.....	12
二、我國彈性比例原則於公司治理領域之運用.....	14
三、日本彈性比例原則於公司治理領域之運用.....	16
四、香港彈性比例原則於公司治理領域之運用.....	19
五、新加坡彈性比例原則於公司治理領域之運用.....	20
六、小結.....	20
主題四：從科技創新角度看公司治理 .....	21
一、研討目的.....	21
二、區塊鏈技術簡介及應用.....	22
三、區塊鏈融資的優、缺點概述.....	23
四、各國主管機關對於區塊鏈之監管方式.....	24
主題五：東南亞國家公司治理之發展與挑戰 .....	26
一、CLMV 市場概況、公司治理之發展與挑戰.....	26
二、柬埔寨公司治理之發展與挑戰.....	28
三、寮國公司治理之發展與挑戰.....	28
四、緬甸公司治理之發展與挑戰.....	29
五、越南公司治理之發展與挑戰.....	31
主題六：董事會評估和溝通氣候相關風險的做法 .....	32
一、氣候變遷風險簡介.....	32
二、氣候相關財務風險分類.....	33
三、氣候相關財務風險之治理.....	34

<b>第三章 心得感想及建議</b> .....	36
一、 應適度協助企業內化公司治理文化.....	36
二、 公司治理應由「形式面」走向「實質面」 .....	37
三、 獨立董事之重要性與日俱增，宜強化其獨立性並給予適當協助	37
四、 機構投資人在公司治理扮演之角色日益重要.....	38
五、 ICO 已成為籌資管道之一，宜樂觀以對並訂定因應策略.....	39
六、 宜鼓勵企業正視氣候相關風險.....	39

## 第一章 前言

亞洲公司治理圓桌論壇起始於 1999 年，係經濟合作暨發展組織 (Organization for Economic Co-operation and Development, OECD) 為推動亞洲公司治理發展，每年邀集亞洲各國主管機關、證券交易所、多邊組織及非政府機構之代表與會，探討亞洲公司治理發展情形，並透過各國彼此間公司治理推動情形進行經驗分享及交流，在 OECD 所提出之公司治理原則架構下，試圖找出可有效改善亞洲公司治理環境之具體措施或做法。

2018 年亞洲公司治理圓桌論壇於 11 月 7 日至 8 日在馬來西亞吉隆坡舉行，本次會議由馬來西亞證券委員會主辦，日本政府提供財政支持，議程設計則包括「2018 年亞洲股票市場回顧」、「馬來西亞公司治理發展情形」、「彈性比例原則於公司治理之運用」、「從科技創新角度看公司治理」、「東南亞國家公司治理之發展與挑戰」以及「董事會評估和溝通氣候相關風險的做法」等 6 場專題研討，並邀請各亞洲國家政策制訂者、證券交易所或機構投資人代表等擔任與談人，讓各國有機會面對面分享及交流彼此間公司治理發展情形，以推動及改善亞洲公司治理。另外 OECD 亦藉由此次論壇，發布了「2018 年亞洲股票市場回顧」以及「彈性比例原則於公司治理之運用」等兩本出版物。

本次出席會議者包括馬來西亞、日本、香港、新加坡、澳洲、越南、寮國、柬埔寨、緬甸、義大利、土耳其、印度、荷蘭、英國等國之官方單位、證券交易所與學者專家代表，以及 OECD、Nikko 資產管理公司、中國花旗、英國獨立董事學會、馬來西亞董事學會、馬來西亞小股東利益團體、澳洲 ASIC、Nomura 研究機構等非政府機構之代表共約 110 人出席。我國參加人員包括金管會證券期貨局蔡副組長媛萍與呂專員盈錄、證交所余副經理宗普與黃專員于珊，以及臺灣集

中保管結算所林董事長修銘與汪經理明琇，並由林董事長修銘擔任「彈性比例原則於公司治理之運用」與談人。

## 第二章 出席圓桌論壇紀要

本次會議首先由主辦國馬來西亞證管會主委 Mr Datuk Syed Zaid Albar、OECD 企業事務局副局長 Ms. Mathilde Mesnard 及日本金融服務管理局國際事務部副局長 Mr. Shigeru Ariizumi 致歡迎詞，接續則進行「2018 年亞洲股票市場回顧」、「馬來西亞公司治理發展情形」、「彈性比例原則於公司治理之運用」、「從科技創新角度看公司治理」、「東南亞國家公司治理之發展與挑戰」以及「董事會評估和溝通氣候相關風險的做法」等 6 場專題研討（會議議程詳附件）。各專題研討重點記要如次。

### 主題一：2018 年亞洲市場回顧—朝全球化整合腳步邁進

主持人：Mr. Carmine Di Noia, 義大利證管會主委

簡報人：Mr. Mats Isaksson, OECD 公司治理部首長

與談人：Ms. Yew Yee Tee, 馬來西亞證券交易所首席監理官

Mr. Naoki Kamiyama, 日本 Nikko 資產管理首席策略師

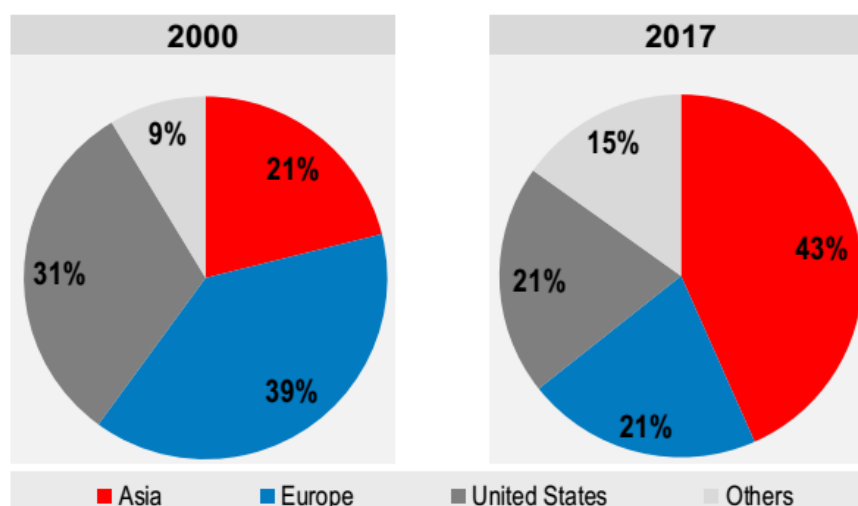
Mr. Li-Gang Liu, 花旗中國首席經濟學家

本專題研討主要希望讓政策制訂者、監理機關、發行公司以及其他資本市場參與者，對亞洲股票市場的運作方式及發展情形更進一步的瞭解，並討論亞洲市場如何藉由制訂有效之公司治理架構及政策，將家庭財務資源引導至實體經濟之生產性投資中。

## 一、亞洲市場發展情形回顧

首先，由 OECD 代表 Mr. Mats Isaksson 介紹亞洲市場發展現況，其表示由全球公眾股權融資變化情形可看出，2000 年時公眾股權融資仍以歐、美市場為主，當時亞洲市場公眾股權融資比率僅占全球公眾股權融資市場的 21%，而到了 2017 年，亞洲市場公眾股權融資已達全球公眾股權融資之 43%，在短短不到 20 年期間，亞洲市場已成為全球公眾股權融資的主要市場，其成長情形可見一般。

Global distribution of public equity financing



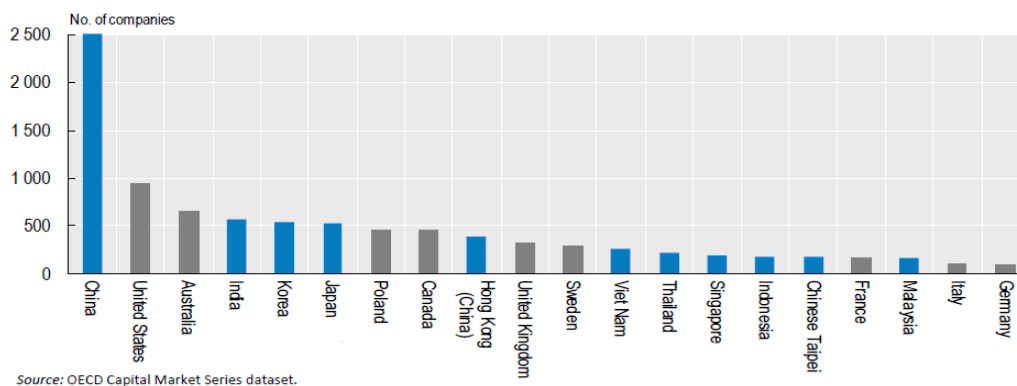
Source: OECD Capital Market Series dataset.

從初次公開發行(IPO)的家數觀之，2017 年亞洲公司 IPO 家數為 1,074 家，且其中 90% 為非金融產業，此數字已超過 2000 年至 2016 年全球平均 IPO 家數的兩倍以上。



## Asian companies have dominated the global IPO scene

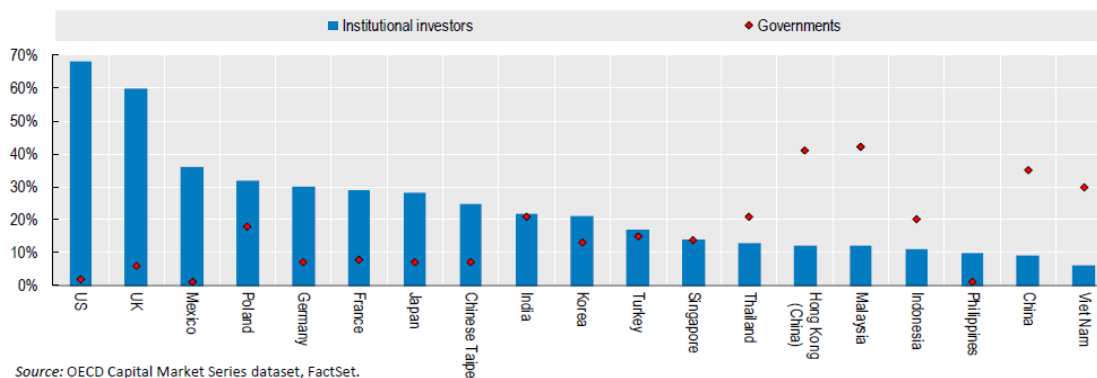
Top 20 jurisdictions by number of non-financial company IPOs during the past 10 years



若從上市公司所有權角度觀察，相較於歐美，亞洲公司股權較為集中，公司內部人或集團仍為主要股東，平均持股達 24%；其次為政府機關，而機構投資人則在亞洲市場扮演愈來愈重要的角色，尤其是在我國、日本、印度以及南韓。

## Listed company ownership

Government and institutional ownership in listed companies, as of end 2017



Mats 君並表示，隨著亞洲股票市場的蓬勃發展，亞洲公司已嚴然成為全世界使用最多公眾股權融資資金之使用者。因此，亞洲股票交易所及投資銀行對於扮演全球資本市場整合的角色之功能性亦日益增加，數以千計的亞洲公司均已遠赴歐美等地市場之股票交易所掛牌上市，而這也間接增加了全球的中介機構及投資銀行與亞洲市場的整合及互動，此現象給予發行公司更多取得資

金融通的機會，同時給予投資人更多機會選擇適合自己的投資組合。但是，全球市場要成功的整合，仍需要各市場對主要公司治理原則有一共識及瞭解，而這也更加突顯了 G20/OECD 公司治理原則的重要性。

## 二、馬來西亞市場發展概況

馬來西亞代表 Ms. Yew Yee Tee 表示，馬來西亞有 97% 的企業為中小型企業，在過去的 14 年裡（2004 年至 2017 年），中小企業的 GDP 平均每年成長 6.6%，2017 年中小企業對馬來西亞 GDP 的貢獻更達到 37.1%，預計到 2020 年中小企業對國內生產總值的貢獻可達到 41%，對該國出口的貢獻率達到 23%，中小企業就業率可達到總體就業率的 65%。

Yew 君進一步表示，馬來西亞中小企業能夠成功地發展，主要是由於馬來西亞於 2012 年發布了中小企業主計畫 (SME Masterplan)，Masterplan 僅強制要求中小企業遵循主要公司治理原則，其餘公司治理原則採彈性比例方式，由公司選擇性地遵循，此方式成功地幫助中小企業在全球化和高科技的市場中提升競爭力，並協助中小企業降低相關公司治理之遵循成本。另外，馬來西亞交易所在 2017 年啟動了領導企業家加速平台 (Leading Entrepreneur Accelerator Platform, Leap Market)，Leap Market 進一步提供馬來西亞中小型企業取得所需資金之另一平台，解決其資金缺口並促進馬來西亞產業鏈蓬勃發展。

此外，為強化獨立董事之獨立性，馬來西亞亦於其 2017 年 4 月修正之公司治理實務守則中，要求已擔任 9 年以上之獨立董事，在第 10 年至第 12 年必須經由股東常會全體股東投票通過始可續任，自第 13 年開始，若董事會繼續委任相關人士續任，則必須經

由股東大會二級投票通過<sup>1</sup>。

### 三、日本市場發展概況

日本代表 Mr. Naoki Kamiyama 表示，投資銀行在亞洲市場不斷興盛成長，股權融資市場的重要性也與日俱增，但不同於亞洲其他資本市場，日本因經濟長期停滯且處於負利率時代，因此日本政府採用安倍經濟學，係以致力於改善投資人關係和強化資本市場效率性為促進資本市場發展，並強調成長導向以及有效率的治理，另亦透過增加外部機構投資人與企業對話的質量和頻率，以及提高資訊揭露透明度等，強化外部股東對企業的監督功能。Naoki 君更表示，因為日本國內消費和企業資本支出的持續改善有助於加強其基本面，其認為日本資本市場可繼續保持高於預期的成長，股市出現不理性劇烈波動的可能性亦不高。

### 四、中國市場發展概況

花旗中國首席經濟學家 Mr. Li-Gang Liu 則表示，中國資本額在美金 5,000 萬以下的 IPO 公司數居亞洲市場之冠，這是非常成功的第一步，因為這些公司未來都有可能發展成為像是百度 (Baidu)、阿里巴巴 (Alibaba) 和騰訊 (Tencent) 一樣的大型企業。隨著人民幣的貶值，資本的流出，可以預期中國將會於金融市場提出其他開放的政策，以提振其金融市場的成長。是以，中國市場仍持續被機構法人所青睞，而機構投資人進入中國市場，除了將開發更為精緻的衍生性金融商品(如利率避險商品等)外，並將較佳的法令遵循及風險管理引入中國市場。在國際化方面，除了股票市場納入 MSCI 外，2019 年中國人民幣計價債券亦將被納入國際債券指數「彭博巴克萊指數(Bloomberg Barclays Index)」，隨

---

<sup>1</sup> 二級投票將大股東與一般股東分開投票，只要有其中一方未能通過，董事會即無法委任該人士擔任獨立董事。

著大陸持續開放股市、債市，也將讓人民幣更加國際化，中國市場未來前景仍相當樂觀。

## 主題二：馬來西亞近期公司治理發展情形

主持人：Ms. Nadia Zainuddin, 馬來西亞證管會法律改革部副總經理

與談人：Ms. Foo Lee Mei, 馬來西亞證管會首席監理官

Mr. Dato' Seri Johan Raslan, 馬來西亞董事學會代表

Mr. Devanesan Evanson, 馬來西亞少數股東觀察團體 CEO

Mr. Ismail Zakaria, 馬來西亞企業策略與績效部門董事

本專題研討主要探討馬來西亞近期公司治理發展情形，包括馬來西亞如何運用新發布之公司治理守則，搭配監督、執法及彈性比例原則等，來推動及強化其資本市場之公司治理。此外，亦將探討馬來西亞董事會推動性別多元化的挑戰和相關措施，以及馬來西亞未來公司治理推動重點。

### 一、馬來西亞新版公司治理守則簡介

馬來西亞公司治理守則 (Malaysia Code on Corporate Governance, MCCG) 為 1999 年由高級財務委員會提出建議後，於 2000 年首次提出，並於 2007 年和 2012 進行兩次檢討修正。新版 MCCG 是 2016 年經由馬來西亞證管會全面檢討，吸取國內和國際利害關係人過去公司治理的教訓及經驗等，以及配合市場結構和業務需求的變化所提出。

馬來西亞證管會在 2017 年 4 月發布新版馬來西亞公司治理守則(新版 MCCG)，這是加強企業文化責任制和透明度的最佳做法。新版 MCCG 更加強調公司治理文化的內化，不僅適用上市公司，還鼓勵國營企業、中小企業和有執照的中介機構等非上市個體實施。

新版 MCCG 有 36 種作法來支持三項原則，即董事會之領導與效能；財務和營運報告的公正性；有效的審計、風險管理以及

強化與利害關係人的關係。馬來西亞希望透過新版 MCCG 的修正發布，達成資本市場永續性發展的重要里程碑，並表示新版 MCCG 是指引董事會帶領公司前進和加深企業瞭解公司治理重要性的指南針。

新版 MCCG 的重要特徵是引入理解、應用和報導方法 (CARE)，並從「遵循或解釋」轉變為「應用或解釋替代方式」(Apply or explain an alternative)，要求無法符合新版 MCCG 之上市公司，應強制提出替代方案，並解釋相關方案如何同樣能達到新版 MCCG 所要求之效果。此外，新版 MCCG 亦將上市公司規模列入考慮，把上市公司劃分為「大型公司」<sup>2</sup>和「一般公司」，採用彈性比例原則來實施，而非一致性的要求上市公司皆應遵守所有新版 MCCG 之規範。又新版 MCCG 亦鼓勵公司進一步實現更高的公司治理標準，例如要求審計委員會均由獨立董事組成，及要求設立風險管理委員會等。

## 二、馬來西亞董事會推動性別多元化的挑戰

據馬來西亞人才機構公布的一項調查顯示，馬來西亞前 100 大上市公司中，女性高階主管人數僅占總數的 28%，其中更有 26% 的上市公司沒有女性董事，14% 沒有高階女性主管。為此，馬來西亞證管會已自 2018 年起，實施「點名及羞辱」(name and shame) 策略，公開未委任女性董事的上市公司名單，以提醒渠等上市公司應逐步落實女性董事達 30% 以上之政策。

除了「點名及羞辱」策略外，馬來西亞政府也表明將優先考慮與有女性董事的上市公司合作，使有女性董事的公司在爭取政府合約上占有更大的優勢。這項政策雖獲得部分上市公司之肯定，但部分批評者也認為，應依據才能及學識等來委任高階主管或董事，而非強制保

---

<sup>2</sup> 「大型公司」係指富時大馬 100 指數公司及市值 20 億元以上之公司。

留 30% 女性董事席次。

### 三、馬來西亞未來公司治理推動重點

除透過推動性別多元化及發布 MCCG 強化公司治理外，馬來西亞證管會更宣布一項為期 3 年的推動公司治理重點戰略計畫，內容包括：

- (一) **加強生態系統**：馬來西亞證管會將與利害關係人合作建立馬來西亞企業董事學會，為董事提供專業發展途徑，以提升董事職能；並將成立公司治理委員會，以協調所有公司治理措施。
- (二) **善用科技技術薦行公司治理**：馬來西亞證管會將部署大數據和人工智能功能，以加強其監督和執法能力，並將與金融科技界合作，促進電子投票和遠端股東參與；建立線上平台，監控和報導公司治理實踐情形。
- (三) **促進董事會性別多元化**：馬來西亞證管會將與產業團體和利益相關方合作，提高馬來西亞交易所前 100 大公司的董事會女性參與比率，預計於 2020 年董事會女性成員比率將達到 30% 以上。
- (四) **嵌入公司治理文化**：馬來西亞證管會將與相關利害關係人合作，為中小企業開發一個企業治理工具包 (toolkit)，引導中小企業實踐良好之公司治理原則。還將引入類似資本市場取具執照和註冊的仲介機構。馬來西亞證管會並將與大專院校合作，納入公司治理課程，塑造具有高度道德標準的企業領袖。

### 主題三：彈性比例原則於公司治理領域之運用

主持人：Mr. Mats Isaksson, OECD 公司治理部首長

簡報人：Mr. Serdar Celik, OECD 資深經濟學家

與談人：Mr. Sherman Lin, 臺灣集中保管結算所董事長

Mr. Shigeru Ariizumi, 日本金融服務機構國際事務部副主席

Ms. Megan Tang, 香港證管會公司治理部高級總監

Mr. Tan Boon Gin, 新加坡交易所首席執行長

本專題研討主要係 OECD 透過問卷調查方式，從董事會組成、關係人交易、資訊揭露、併購、優先認股權、薪酬制度(say on pay) 及主要股東持股揭露等七個政策構面，瞭解各國主管機關在公司治理領域方面，如何採用彈性比例原則，並加以分析比較。

#### 一、各國彈性比例原則於公司治理領域之運用概述

首先，簡報人 Mr. Serdar Celik 表示，根據 OECD 問卷調查結果，各國為了因應實務需要，在公司治理領域幾乎或多或少採用了彈性比例原則，而彈性比例原則之運用不但可增加公司治理的有效性，更可避免因過度監理而帶來的成本。Serdar 君強調，規則是為了配合實務需要所衍生而來的，G20/OECD 公司治理原則亦是如此，隨著時間與市場特性改變，公司治理架構亦需不斷調整改變，而目前市場普遍存在以下幾種特性：

(一)小型成長型公司(smaller growth company)IPO 家數逐漸減少：

1996 年至 2000 年間，資本額小於美金 5,000 萬元之成長型公司全球年平均 IPO 家數為 1,373 家，到了 2001 年至 2007 年間降至 1,041 家，到了 2008 年至 2016 年間已降至 627 家，且此趨勢在歐美等已開發國家更為明顯。

(二)公司營運特性及經營型態改變：以往公司多屬傳統產業，其資產

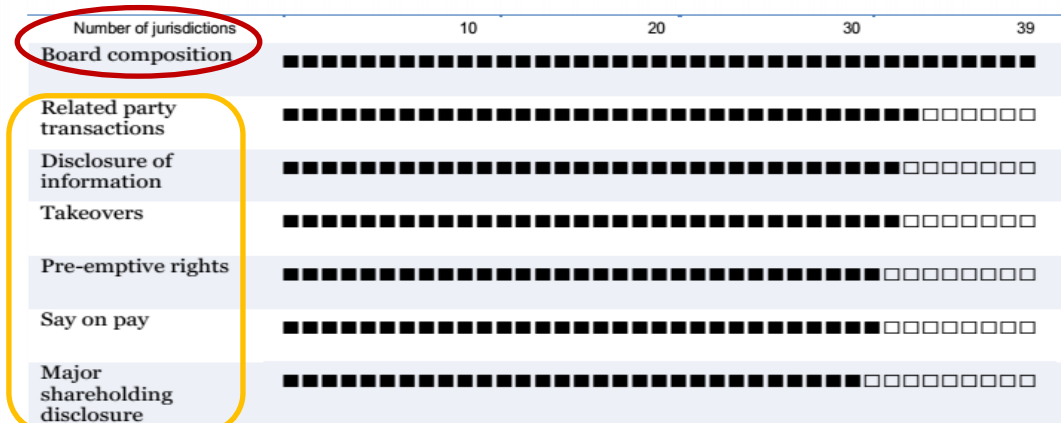


多數由固定資產等組成，但隨著科技的發展及技術的進步，公司營運特性逐漸轉變為以無形資產和人力資源為主。

(三)機構投資人所有權增加：以往公司所有權多集中在家族企業手中，但隨著退休基金、投資基金及主權財富基金(SWFs)的投資工具的興盛以及投資人規避非系統性風險(Unsystematic risk)的需求，機構投資人所有權比重與日俱增。

公司治理原則的訂定必須有助於整體資本市場的發展與整合，且必需富有足夠的彈性及符合不同企業營運模式的需求，例如可就規模、所有權及控制權、地理位置、活動部門及公司發展階段等為區分標準訂定不同之彈性比例運作原則。OECD 問卷即根據規模(權益、銷售額或收益等)、所有權及控制權、市場別、公司成立時間、採用會計準則及法律形式等為標準，瞭解各國主管機關在董事會組成、關係人交易等七個政策構面是否採用彈性比例原則訂定不同之公司治理規則。此份問卷調查結果顯示，回復問卷的 39 個國家中，大部分的國家在這七個政策構面均有採用不等的彈性比例原則。下表為 OECD 依政策構面分類，統計各國採用彈性比例原則之情形，從下表可看出，回復問卷的 39 個國家中，在董事會組成構面部分均已採用彈性比例原則，其次為關係人交易構面及資訊揭露構面。

*Number of jurisdictions that reported that they had at least one criterion that allowed for flexibility and proportionality*



Source: OECD (2018), Flexibility and Proportionality in Corporate Governance

下表則為 OECD 統計各政策構面下，各國主管機關採用彈性比

例原則之分類標準，從下表可得知，公司規模(size)及市場別(Listing/publicly traded)是彈性比例原則運用中最常被做為分類標準的，其次則為所有權/控制權(Ownership/control structure)與法律形態(Legal form)。

Table 2. Number of jurisdictions that reported the use of flexibility mechanism and their application across the seven areas of corporate governance regulation surveyed

	Board composition	Disclosure of information	Major shareholding disclosure	Pre-emptive rights	Related party transactions	Say on pay	Takeovers
Accounting standards	0	4	0	0	4	1	0
Maturity of firm	4	2	0	1	3	3	1
Ownership/ control structure	12	4	6	7	10	2	14
Legal form	16	7	5	9	6	9	6
Size	29	17	9	3	11	11	9
Listing/publicly traded	28	27	24	7	21	25	16

## 二、我國彈性比例原則於公司治理領域之運用

本場論壇第一位與談人即為本國代表林修銘董事長，林董事長首先針對 OECD 研究報告提出說明表示，OECD 報告提到的增加資訊揭露透明度、促進市場公平性及改善市場參與者成本效益是公司治理架構之所以需採用彈性比例原則最重要的三個動機，另外針對 OECD 報告提到中小型成長公司 IPO 數量減少、公司營運特性改變及機構投資人所有權上升等三個地方，也是未來我國主管機關定訂規範值得醒思的地方。

其次，林董事長從臺灣市場現況分析我國公司治理架構的特色，其表示我國有超過 80% 之企業屬於中小企業，因此臺灣推動公司治理主要係透過漸進式政策，運用彈性比例原則，以幫助中小型企業降低遵循成本並達成政策目的，例如我國金管會參酌 G20/OECD 公司治理原則，於 2013 年發布為期 5 年之「強化我國公司治理藍圖」，並接續於 2018 年啟動為期 3 年的「新版公司治理藍圖(2018-2020)」，藉由前揭公司治理藍圖之發布，讓發行公司及市場參與者清楚瞭解我國公

司治理推動方向與目標，並舉例說明我國透過公司治理藍圖之推動，運用彈性比例原則之方式如下：

(一) **分階段設置獨立董事，降低小型公司的轉換成本**：為引進獨立董事制度以強化董事會職能，並同時考量小型公司之轉換成本，我國依資本額及產業別等為分類標準，採分階段循序漸進之方式要求上市櫃公司設置獨立董事。首先，於 2002 年起要求 IPO 公司董事會中至少有獨立董事 2 人，且獨立董事至少 1 人須為會計或財務專業人士。嗣證券交易法 14 條之 2 於 2006 年修訂通過，授權主管機關要求公司設置獨立董事。金管會即依此規定，要求金融保險業及實收資本額達新臺幣 500 億元以上之上市櫃公司應自 2007 年起設置獨立董事。嗣於 2013 年再擴大獨立董事適用範圍至 100 億元以上之上市櫃公司，如今，我國所有上市櫃公司已於 2017 年全面完成獨立董事之設置。

(二) **逐步推動電子投票，以促進股東行動主義**：採行電子投票可保障股東權益並增進股東參與股東會意願。然而，為了減輕中小型企業的負擔，我國依資本額及股東人數等為分類標準，採分階段循序漸進之方式推動電子投票。首先，我國於 2013 年僅要求資本額達 100 億元且股東人數 1 萬人以上之上市櫃公司採行電子投票，2015 年則擴大至實收資本額達新臺幣 20 億元且股東人數 5,000 人以上之上市櫃公司應強制採行電子投票。自 2018 年起，我國已要求所有上市櫃公司股東會均應採行電子投票。

(三) **透過電子化平台(公開資訊觀測站)辦理資訊公開，提升資訊揭露即時性及透明度**：為提升上市櫃公司資訊揭露之即時性及透明度，及便利投資人查詢發行公司相關資訊，我國於 2002 年建置公開資訊觀測站，該平台依市場別及公司規模等為分類標準，要求發行公司依規定上傳定期及不定期財務業務資訊，除可減少大量紙本作業外，亦有助於提升資訊揭露透明度、促進市場公平交易及

降低申報成本等。

(四) **強化英文資訊揭露，提升台灣市場的國際能見度**：外資在臺灣投資比率已達 40%，為了提升臺灣市場的國際能見度同時考量發行公司成本，我國依資本額及外資持股比率為分類標準，要求實收資本額達 100 億元及外資持股比率達 30% 以上之上市櫃公司，應自 2019 年起，提供英文版年報、年度財務報告及股東會議事手冊等資料。此舉將有助於促進發行公司與外資之溝通，並提升台灣市場的國際能見度。

最後，林董事長表示，機構投資人持股成長的趨勢在臺灣非常明顯，因此我國已經在 2016 年發布機構投資人人盡職治理守則，並鼓勵機構投資人簽署，希望藉由外部股東的發揮影響力，促進上市櫃公司重視公司治理。相較於 2017 年底簽署機構投資人盡職治理守則家數為 38 家，截至 2018 年 10 月底止，簽署家數已達約 117 家，較去年底明顯成長，我們未來亦將依循 G20/OECD 公司治理原則及視市場實際需要，運用臺灣的創新科技實力，訂定適合本身條件的公司治理規範。

### 三、日本彈性比例原則於公司治理領域之運用

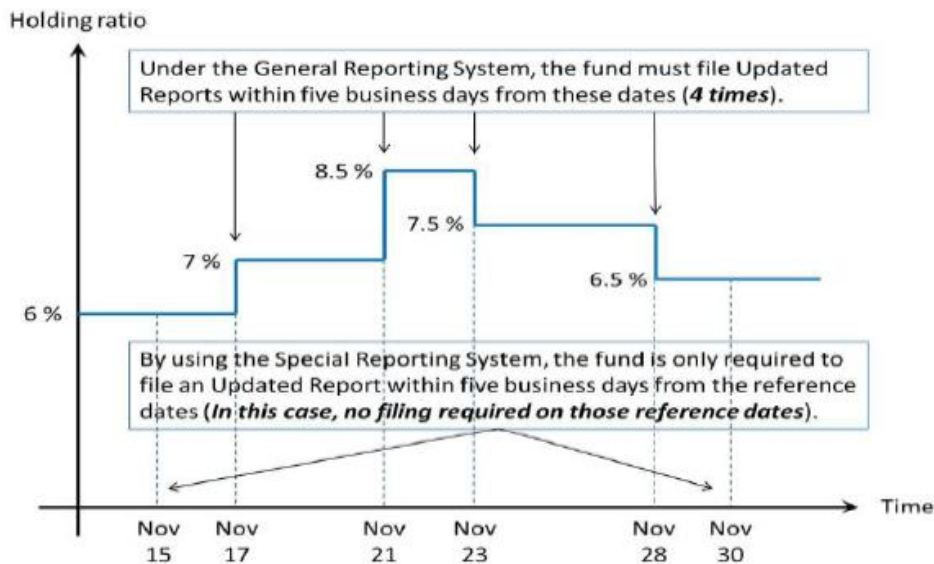
日本代表 Mr. Shigeru Ariizumi 則以日本為例，從大股東持股申報方面解釋日本如何採用彈性比例原則，其表示為利投資人即時知悉大股東持股資訊，以增進市場公平性及資訊透明度，日本於 1990 年建置大股東資訊申報系統(The Large Shareholding Reporting System)，凡符合大股東資格條件者<sup>3</sup>，均應在成為大股東後 5 個營業日內，提交「大股東報告」(Large Shareholding Report 或 General Report)，大股東報告內容應包含持股比率、取得股份之資金來源、持股目的及最近 60 天內交易情形。另外，日本要求大股東於持股比率增減達 1% 以上

---

<sup>3</sup> 日本對於大股東的定義，係指任何直接或間接持有公司股份超過 5% 之自然人或法人股東。

時，應在 5 個營業日內提交「更新報告」(Updated Report)。日本原則應依前揭規範申報大股東持股報告，但另有下述彈性比例原則之運用：

(一)特別申報系統(Special Reporting System)：日本為了避免過多紙本作業並為促進股票交易流暢度，以及考量證券投資公司及基金公司等金融機構交易頻繁，故運用彈性比例原則為金融機構設計了一套特別申報系統，金融機構大股東在特別申報系統下，只要符合「不以本身持股影響公司營運」及「持股比率不大於 10%」等兩個條件，則僅須每月 2 次於參考日(reference dates)判斷是否須辦理持股變動申報，且不需申報資金來源及最近 60 天內之交易內容。以下圖為例，若適用一般申報系統則大股東須提交 4 次更新報告，但在特別申報系統下，符合條件的金融機構大股東只需要在參考日(11/15,11/30)判斷是否須申報即可，此例因 11/15 與最近一次申報持股均為 6%，故無須申報；11/30 持股比率為 6.5%，僅較 11/15 的 6% 增加 0.5%，亦無須申報。



(二)免除未上市股票、庫藏股等之申報義務：

1. 未上市公司股票(Unlisted companies)：未上市公司股票交易範圍

較小且不需要於市場上揭露相關持股轉讓等資訊。

2. 庫藏股(Treasury shares)：因庫藏股不具投票權且禁止買賣，對公司經營不具影響力，日本在 2014 年修訂金融工具交換法 (Financial Instruments and Exchange Act)，免除庫藏股申報義務。
  3. 其他免除情形：例如信託投資事業管理之信託資產、證券承銷商因承銷業務持有之股份、證券自營商因融資融券交易需要所取得之股份，以及已同意出售但尚未辦理股權移轉登記之持股。
- (三) 免除持股不變，僅持股比例變動之申報義務：因小型成長型公司常有股東持股不變，但因流通在外股份變動等因素，導致持股比例變動之情形，為給予這些小型成長股公司運用空間，日本規定股東持股比率雖有變化，但其持股總數不變時，可免除申報義務。
- (四) 依公司市值決定行政罰鍰金額：當上市公司違反申報義務時，日本以該違規公司市場十萬分之一為標準，計算行政罰鍰金額，亦即運用彈性比例原則，針對市值較小公司，處罰亦相對較輕。
- (五) 短期間大量交易者，加強申報義務：為避免大股東短期間大量低價買進一家上市公司股票，並要求該公司以高於市場價格買回公司股票等不法行為(Greenmailing<sup>4</sup>)，日本針對最近 60 天內持股比率減少至最高持股比率一半以下者，且持股比率減少幅度達 5% 以上，除要求其須辦理大股東持股申報外，更額外要求其須申報交易對象及交易價格。

Shigeru 君進一步表示，除了前揭運用彈性比例原則的例子外，日本公司治理實務守則<sup>5</sup>除採遵循或解釋(comply or explain)外，亦依不同市場別給予彈性比例運用之空間，例如日本證券交易所要求第一及第二上市公司須遵循公司治理實務守則所列示之所有 78 項原則，

---

<sup>4</sup> An act in which a certain corporation purchases a listed company's shares and then requires listed company to conduct a share buy back at a price higher than the market price.

<sup>5</sup> 日本公司治理實務守則共計有 78 項原則，其中包含 5 項一般原則(General principles)。

但僅要求在 Mothers 或 JASDAQ 遵循 5 項一般原則。

最後，Shigeru 君表示，日本現階段公司治理發展重點有三個部分。第一點，希望從專注於「形式面」是否符合法令規範，走向專注於「實質面」是否可提供更高品質的服務；第二點，從專注於「過去」財務結構是否健全，走向專注於「未來」是否可達成永續經營；第三點，從專注於處理「個別」問題，走向專注於以「整體」企業經營觀點評估是否成功回應及解決重要問題。

#### 四、香港彈性比例原則於公司治理領域之運用

Ms. Megan Tang 以香港在今年 4 月對外開放「同股不同權」(weighted voting right, 下稱 WVT) 為例表示，香港市場對於開放 WVT 一直存在很多爭議，早期香港證監會禁止阿里巴巴在港上市，理由即為 WVT 制度將影響股東權益。但是在同股同權(one share one vote) 制度下，其實很難吸引像阿里巴巴、京東和百度等獨角獸企業<sup>6</sup>來港上市，獨角獸企業擁有進步的技術，但往往需要大量對外募資，其創辦人通常希望可以透過 WVT 制度，在持股較少的情況下，仍對公司具有實質控制權，以充分掌握未來發展的方向，為了吸引獨角獸企業在港上市，因此香港選擇開放 WVT 制度。

Megan 君進一步表示，為了保障股東權益，香港在開放 WVT 制度，即已充分運用彈性比例原則。首先，港交所要求採用 WVT 制度之上市企業，其最低市值需要達到 400 億港元，如果市值少於 400 億港元，則需要市值至少 100 億港元且最近一個會計年度之營業收入不低於 10 億港元。另港交所要求不同投票權受益人只限自然人，須於上市時及其後時間為公司董事，上市時持股量至少要 10%，但不能超過 50%，亦不能轉讓股權。最後，若採 WVT 制度上市公司有重要事宜如修訂公司章程、委任或罷免獨立非執行董事、任何類別股份所附

---

<sup>6</sup> Unicorn, privately-owned companies with valuations above USD 1 billion.

帶權利的變動等，仍須採同股同權方式決定。

## 五、新加坡彈性比例原則於公司治理領域之運用

新加坡代表 Mr. Tan Boon Gin 則以新加坡今年修訂的公司治理守則為例談起，其表示新加坡於 2018 年 8 月公布修訂之公司治理守則，即充分展現了彈性比例原則在公司治理架構之運用，該版公司治理守則修訂重點包括鼓勵董事會定期更新、強化董事會獨立性，以及加強董事會多元化等，為充分給予新加坡上市公司彈性運用空間，守則採遵循或解釋方式，對於無法達成者，僅須於年報上揭露無法達成之理由即可，並將從 2019 年 1 月 1 日以後開始實施。另為提供發行公司充分的時間調整其董事會結構，該版守則中部分條文如要求任期滿 9 年的獨立董事須獲股東投票同意始可續任，以及獨立董事須占董事會成員三分之一等規定，則可延後自 2022 年起適用。

## 六、小結

最後，主持人 Isaksson 君總結表示，彈性比例原則在公司治理領域之運用極其重要，因為沒有任何一種制度可以一體適用(One size does not fit all)，而各國主管機關在推動公司治理上應扮演的角色，在於如何衡量及制訂適合不同市場特性之法令規範，以協助不同產業或不同發展階段之公司永續成長，並同時兼顧股東及利害關係人權益之保障。另外，Isaksson 君也表示，機構投資人近年來持有上市公司股份逐步提升，其對發行公司公司治理之影響亦日益重大，各國主管機關未來如何因應此一趨勢，亦為公司治理發展重點之一。



## 主題四：從科技創新角度看公司治理

簡報人： Ms. Catriona Marshall, OECD 公司事務部政策分析師

主持人： Ms. Mathilde Mesnard, OECD 金融與企業事務局副局長

討論人： Mr. Chin Wei Min, 馬來西亞證管會數位策略創新執行董事

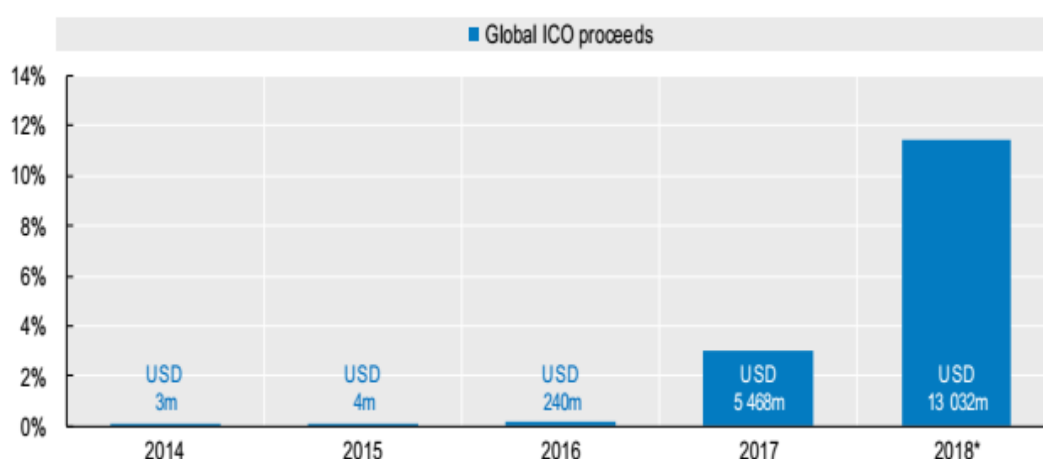
Mr. Shin Kusunoki, 日本野村研究所研究員

Ms. Rachel Howitt, 澳洲證券投資委員會，高級執行長

### 一、研討目的

首先，OECD 代表 Ms. Catriona Marshall 表示，隨著金融科技的迅速發展，企業籌資的管道日趨多元與創新，科技創新雖為資本市場帶來新的機會，也為公司治理帶來許多新的挑戰，其中最為大家所熟知的，係以運用區塊鏈技術與加密貨幣作為籌資模式的「首次代幣發行」(Initial Coin Offering, ICO)的興起。而自 2014 年起由亞洲公司籌資的 ICO 資金達 24 億美元，約占全球 ICO 募資金額的 13% 左右，可見其對資本市場的影響性已日趨重要。

ICO proceeds, percentage of global IPO proceeds



Source: TokenData dataset, OECD calculations.

有鑑於 ICO 募資發展趨勢，本場專題研討之目的，係為探討及發掘如 ICO 等科技創新技術為公司治理帶來的機會與挑戰，並藉由各國間意見交流，企圖找出因應科技創新較佳之監理方式及做法，以

作為各國政策制訂者之參考。

因該場次分為「監管與執法」、「數位工具與公司治理」、「董事會處理科技創新的機會與威脅」等三個小組於同一時間進行，我國出席人員係參與「監督與執法」小組，爰僅就該小組之討論重點如「區塊鏈簡介及應用」、「區塊鏈融資的優、缺點概述」及「各國主管機關對於區塊鏈之監管方式」等記要如次。

## 二、區塊鏈技術簡介及應用

所謂區塊鏈融資，即是透過分佈式帳簿設計(distributed ledger design)進行融資，區塊鏈融資結合了分佈式帳簿設計，密碼學(cryptography)、智能合同(smart Contracts)等概念，就像互聯網協定(TCP/IP)一樣，區塊鏈的開發和維護基本上是開放且共享的。而區塊鏈融資的重要特徵即是密碼學的廣泛使用，透過計算機的加密技術，例如公鑰/私鑰和散列函數，來存儲資產和驗證交易。

在亞洲，區塊鏈融資還是個新興市場，以中國和馬來西亞發展最快。至於監管的態度，在美國的 JOBS 法案通過後，亞洲各地的監理機關也開始著手修訂與區塊鏈融資有關之相關法令規範。目前已著手進行區塊鏈技術應用的交易所包括 Nasdaq、日本、韓國等交易所。而澳大利亞、芝加哥商品交易所集團、德意志交易所、倫敦交易所等亦已開始投入研究。

根據摩根史坦利的研究，預計區塊鏈在 2025 年會被金融機構廣泛使用。因應區塊鏈科技興起，亞洲交易所如香港、印度、日本、緬甸及南韓等均已發起試驗性的計畫，以期能取得先機，將區塊鏈科技融入原有交易系統內，然而迄今大多仍限制在交易後之結算交割領域。

## ASIAN STOCK EXCHANGES HAVE LAUNCHED PILOT PROJECTS ON BLOCKCHAIN, *SELECTED LIST*

To date, these have been concentrated on clearing and settlement as well as post-settlement activities.

<b>HONG KONG, CHINA</b>	Hong Kong Stock Exchange (HKEX)	Blockchain-based 'over the counter' trading
<b>INDIA</b>	National Stock Exchange of India (NSE)	Know-your-customer procedures and real time information updates using blockchain
<b>JAPAN</b>	Japan Exchange Group (JPX)	Blockchain-based trading and settlement for low liquidity markets and research on blockchain technology for security market processes
<b>MYANMAR</b>	Yangon Stock Exchange (YSX)	Blockchain-based equity trading
<b>KOREA</b>	Korea Exchange (KRX)	Blockchain-based trading for the start-up equity market with blockchain-based document and identify authentication

Source: National stock exchange websites.

### 三、區塊鏈融資的優、缺點概述

區塊鏈技術提供了「去中心化」、「匿名性」、「不可竄改性」、「可追蹤性」以及「加密安全性」等特色，相較傳統以銀行為金融中介的交易模式，區塊鏈技術除可提供多元的籌資管道外，更為融資者提供去中心化與線上化的創新模式，運用區塊鏈技術將使管理階層持股變得更加透明，例如內部人的買賣可以被市場檢測；股東投票變得可靠和頻繁，可降低股票所有權和投票權分開的「空投票(empty voting)」的問題，亦可解決投票結果不準確等問題；實現更穩健的公司會計和法遵，如對於企業報告的合法性，可透過區塊鏈技術獲取財務訊息，並使用審計軟體對報告書自動審查，減少審查的時間和資源，提高監管機構的執法。整理而言，區塊鏈融資具有下述優點：

- (一) **股權轉移更透明**：在區塊鏈科技下，所有使用者均可見到所有交易細節，因價款交付歷程及股權憑證移轉受到完整的紀錄與保護，法律上所謂內線交易、倒填日期、利用虛假衍生性商品避險等行為較不易發生。

- (二) **更公平及有效率之股東會**：在區塊鏈科技下，投資人可運用區塊鏈技術進行股東會數位投票，董事選舉將更難操作，股務機構將無法藉由取得表決權操縱股東會。
- (三) **及時會計(real-time accounting)**：在區塊鏈技術下，及時會計將會取代傳統支付式記帳會計，傳統會計師之查帳需求將大幅減少，另條件滿足即以電腦程式自動履約之智能合約的使用亦會減少對方不履行之風險，進而減少訴訟風險。
- (四) **降低成本**：區塊鏈融資具去中心化與透明化等特性，有助於降低交易成本或相關代理成本。
- (五) **安全性高**：分布式帳簿系統安全性較傳統股權資訊系統高，遭駭客攻擊的可能性較低，更能保障交易安全與投資者之隱私。

相對地，運用區塊鏈技術則可能產生下述缺點：

- (一) **流動性不足**：區塊鏈融資通常欠缺一個具流動性的次級市場，投資人可能面臨流動性不足的風險。
- (二) **加密貨幣價格波動劇烈**：由於區塊鏈融資多以加密貨幣進行，又加密貨幣價格波動劇烈，因此常被視為投機工具。
- (三) **法令尚無明確規範**：多數國家尚未將區塊鏈融資法制化，有極高之不確定性，投資人權益不易獲得保障。
- (四) **無法掌握投資人的風險屬性**：因區塊鏈融資投資人身分不明，因此發行人或監管機關無法依投資人的風險偏好，控管其投資標的。

#### 四、各國主管機關對於區塊鏈之監管方式

目前各國政策制訂者對於區塊鏈融資之主要監管方式可分為下列幾種：

- (一) **禁止型監管模式**：此種監管模式視區塊鏈融資為非法集資，禁止發行所有形式的虛擬貨幣，目前中國大陸及南韓即採行此一監管

模式。

- (二) **差異化型監管模式**：透過個案認定方式，就發行與銷售之 ICO 融資，判斷其是否符合相關證券管理法令規範，而決定所發行之 ICO 融資是否適法，以及應受何種法令規範。目前大多數國家均係採用此種監管模式。
- (三) **實驗型監管模式**：例如透過金融監理沙盒制度之採用，針對 ICO 融資及其市場的運作進行短期測試，透過此一測試方式，以確保有效監理，此一模式成功與否，在於主管機關是否可在實驗期間制訂有效監管措施，目前許多國家亦採行此模式。
- (四) **行業自律型監管模式**：由相關 ICO 行業參與者自行訂定自律規範，供新進入者參考及遵循，監管機關初期不予介入，經過一段時間後，再決定是否導入相關監管措施。

## 主題五：東南亞國家公司治理之發展與挑戰

主持人：Mr. John Lim, 新加坡董事學會主席

簡報人：Mr. Le Duy Binh, 越南 Economica 常務董事

與談人：Ms. Chea Yaeem, 柬埔寨證管會公司治理部首長

Mr. Dzung Vu Chi, 越南國家證券委員會國際合作部部長

Ms. Tin May Oo, 緬甸證管會企劃融資部委員

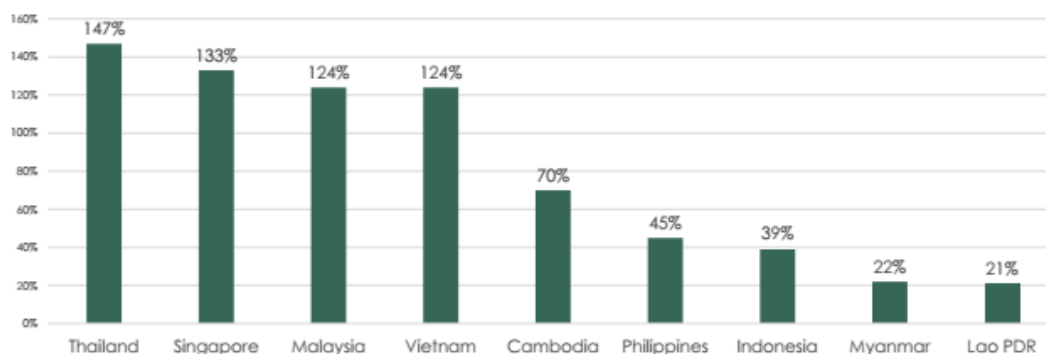
Mr. Alounna Sivongthong, 寮國證券發行監理部副組長

本專題研討旨在探討 OECD-東南亞公司治理倡議(2014 年啟動)第 5 次會議後，柬埔寨、寮國、緬甸和越南等四個國家(下簡稱 CLMV)公司治理發展情形，以及未來的挑戰與機會。

### 一、CLMV 市場概況、公司治理之發展與挑戰

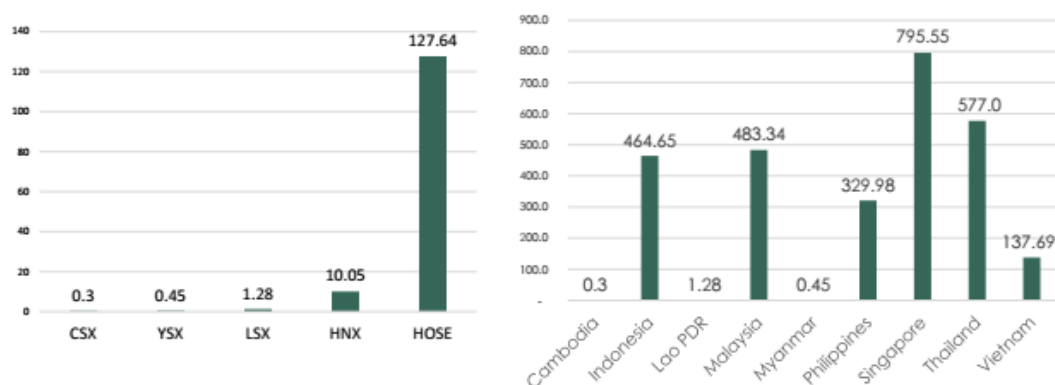
首先，簡報人 Mr. Le Duy Binh 說明表示，CLMV 因具貿易穩定性與投資自由度高特點，近幾年來經濟成長迅速，亞洲發展銀行(Asian Development Bank, ADB)並預估 2018 年 CLMV 經濟成長率將達 6.8%至 7.1%，仍將為東南亞國協經濟體(AEC)中經濟成長率最高者。然而，不論是從私部門借貸、上市公司平均市值及 IPO 家數等方面觀之，CLMV 均與印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡以及泰國等其他東南亞國協國家(下簡稱 ASEAN-5)尚有一段差距。

#### DOMESTIC CREDIT TO PRIVATE SECTOR (% OF GDP)



例如我們可以看出在 2018 年 4 月底，ASEAN-5 總市值約占 AEC 的 95%，而 CLMV 則僅占 AEC 的 5%。

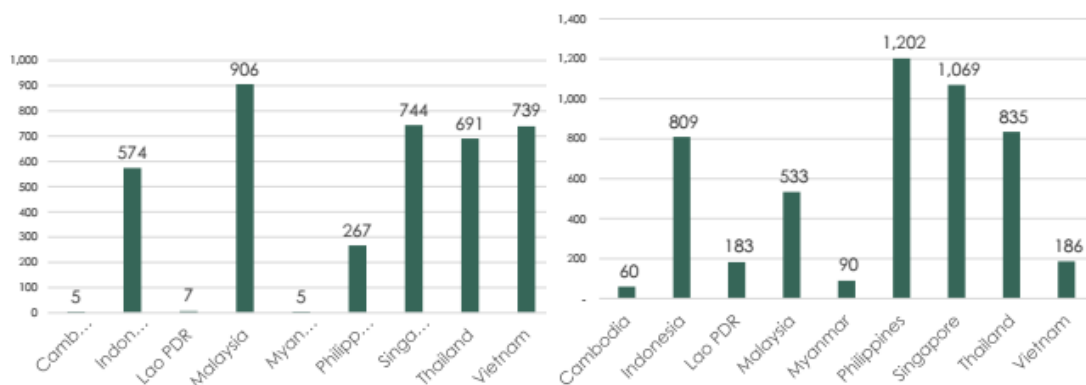
### MARKET CAPITALIZATION AS OF END-APRIL 2018 (USD BIL.)



- ASEAN-5: about **95.0%** of total market capitalization, CLMV **5.0%**

另若從 IPO 家數也可看出，ASEAN-5 IPO 家數約占 AEC 的 80.8%，而 CLMV IPO 家數則僅占 AEC 的 19.2%，而這些都是 CLMV 未來資本市場所要面臨的主要挑戰。

### NUMBER OF LISTED COMPANIES & AVERAGE MARKET CAPITALIZATION PER LISTED COMPANIES (USD MIL.)



- ASEAN-5: **80.8%** of LPC; only **19.3%** from CLMV

然而，CLMV 具有政府致力推動公司治理改革及改善資本市場環境、高經濟成長率、國營企業改革持續進行、創業數增加導致資金需求提升等特點，而這則是 CLMV 未來資本市場發展的主要機會。

## 二、柬埔寨公司治理之發展與挑戰

柬埔寨代表 Ms. Chea Yaeem 則表示，柬埔寨因為有相對開放的投資環境，從 1994 年至 2017 年平均經濟成長率達 7.6%，且 ADB 預計未來兩年度 (2018 年及 2019 年) 柬埔寨經濟成長率仍將維持 7% 以上。而柬埔寨經濟成長的幕後推手主要來自其中小企業，因為柬埔寨有 74% 的企業僅由一至兩位員工組成，有 95% 的企業被歸類為微型或小型企業，僅有約 10 家左右的企業屬大型企業。所以，長期以來柬埔寨推動公司治理最大的挑戰，即是如何將公司治理原則推廣到這些小企業身上，而不是僅要求位在金字塔頂端的大型企業薦行公司治理原則，而由於私人企業對公司治理觀念普遍不瞭解，公司治理的推動其實是有一定的困難度。

最後，Ms. Chea Yaeem 表示，儘管公司治理推廣不易，但柬埔寨政府相信，惟有建立有效率的資本市場及健全的公司治理環境，才能吸引國內外投資人到柬埔寨投資，而近期柬埔寨證管會(SECC)更進一步表示，未來將朝積極鼓勵中小企業掛牌上市、整合東協公司治理實務及鼓勵採用東協計分卡、製作公司治理綱領與手冊以引導企業實行公司治理等三方向改善其公司治理架構，並將透過教育訓練及與相關公司治理單位合作等方式，進一步提升柬埔寨的公司治理環境。

## 三、寮國公司治理之發展與挑戰

寮國代表 Mr. Alounna Sivongthong 表示，根據 2018 年世界銀行經商環境報告(World Bank Doing Business Report, 2018)指出，在保護小股東權益指數方面，寮國與 189 個經濟體相較下排名為 174 名，且均低於各地區之平均值。為加強對小股東權益之保護，寮國於 2015 年進行兩項了改革措施，包括要求董事揭露其與其他董事會成員間是否有利益衝突情事，以及要求公司應即時向證管會申報關係人交易，



並於年報中揭露關係人交易相關資訊。而除了缺乏小股東權益保護機制外，寮國在公司治理方面仍然存在下述挑戰：

- (一)未訂定公司治理綱領或指引：寮國目前尚未針對上市公司訂定相關公司治理綱領或指引，只能由上市公司本身訂定自身的公司治理原則，供其內部使用。
- (二)會計制度不符合國際標準(IFRS)：寮國仍未採用國際會計報導準則(IFRS)，而這也使得良好的公司治理制度在推動上更具加困難。
- (三)國營企業公司治理改革步調緩慢：國營企業歸財政部所有，財政部既是國營企業的所有者，也是監管機構，寮國雖已逐步推動國營企業私有化，但步調較為緩慢。
- (四)公司治理觀念尚未普及：寮國的大學、教育訓練機構及私人企業等缺乏公司治理觀念，亦未將公司治理列入主要訓練課程。

根據寮國資本市場十年發展策略計畫(The Strategic Plan on Capital Market Development for 2016-2025)，寮國政府預計於 2020 年達到 60 家公司在寮國上市之目標(目前為 7 家)，而這個策略目標是可否達成，關鍵因素則在於其是否可有效提升企業和其他利害關係人重視公司治理的觀念。此外，寮國政府也打算透過開發債券市場、引進共同基金、延長交易時間以及推出新的小中企業交易所等方式來提升資本市場規模，而這些措施之能否順利推動，則需透過同時改善寮國上市及非上市公司之公司治理來達成。

#### 四、緬甸公司治理之發展與挑戰

緬甸代表 Ms. Tin May Oo 則表示，緬甸於 2017 年 12 月 6 日發布修訂其公司法，並從 2018 年 8 月起生效。新修訂的公司法除了允許外國投資人直接或間接持有當地公司股份數提升至 35% 外，並擁有下列幾點特色：

- (一)設立公司更簡便：新公司法允許成立一人股東公司，使公司可由一人股東所掌握，而該股東僅須對該公司負責，亦即該股東僅須負擔對該公司之有限責任。
- (二)以「公司憲法」取代公司章程：新公司法架構下，「公司憲法」將取代個別公司的公司章程，「公司憲法」最大的特色在於開放公司得從事任何業務，不再受其公司章程中業務對象條款<sup>7</sup>限制。
- (三)每家公司須指派一名緬甸常駐董事：新公司法要求公開發行公司至少須有三名董事，其中一名必須為緬甸居民，並給予公司一年過渡期。
- (四)降低小型公司法遵成本：除非股東、投資公司管理局(The Directorate of Investment and Company Administration)或公司章程要求，新公司法賦予小型公司<sup>8</sup>不需召開股東常會，亦不需編製經審計之財務報表之權利。
- (五)引進清償能力測試保護措施：新的公司法引進了清償能力測試保護措施來保護與公司有關的第三方和債權人等，當公司從事股利發放、減資、收回特別股和股份購回時，公司必須透過清償能力測試，以確保公司其在正常營運下可償還債務，並確保公司資產大於負債。若不進行清償能力測試，董事可能面臨賠償甚或刑事責任。

Ms. Tin May Oo 進一步表示，目前緬甸在公司治理面向面臨的主要挑戰包括缺乏一致性的公司治理架構、公司治理認知及意識不足、資訊揭露不充分等，這些都是未來極待克服的。而新公司法的頒布、緬甸政府的支持，以及 OECD 與國際金融公司(International Finance Corporation, IFC)的協助，則是緬甸未來推動良好公司治理的契機。

---

<sup>7</sup> 緬甸舊公司法要求公司應受業務對象條款限制，亦即當公司欲經營一項新業務時，必須經過各監管機構的審查通過後始可進行。

<sup>8</sup> 小型公司指員工人數不超過 30 人，且上一會計年度營業額低於 5,000 萬緬元者。

## 五、越南公司治理之發展與挑戰

越南代表 Mr. Dzung Vu Chi 表示，越南自 2000 年以來，每年經濟成長率約達 6% 至 7% 左右，2018 年至 2019 年經濟成長率則預計分別可達 7.1% 及 6.8%。截至 2018 年 4 月止，越南共計有 1,473 家公開發行公司，未來如要維持高經濟成長率，如何協助這些公開發行公司順利自資本市場籌措資金將成為關鍵因素，而這與公司治理如何推動及改善將密不可分。

為了符合 G20/OECD 公司治理原則，越南在公司治理架構上已有顯著改善，但目前越南在公司治理方面認知仍然薄弱仍然，大部分的公司僅願意遵守法律規定的最低要求，或者缺乏改善其公司治理的動機。此外，越南上市公司仍未採用 IFRS 編製其財務報表<sup>9</sup>、大部分的國營事業仍未分散股權或公司化、監管單位間對於改善公司治理品質缺乏溝通機制及管道等，都是越南目前公司治理存在的挑戰。

最後，Mr. Dzung Vu Chi 表示，隨著越南經濟體逐漸與全球經濟體完成整合，越南公司註冊家數及上市家數呈現逐年成長，以及越南大部分國營事業預計於 2020 年前完成私有化等，越南未來仍有良好的公司治理發展空間。

---

<sup>9</sup> 越南上市及非上市公司仍然採用越南財務報表編製準則(Viet Nameese Accounting Standards)

## 主題六：董事會評估和溝通氣候相關風險的做法

主持人：Ms. Gabriela Figueiredo Dias, 葡萄牙證券市場委員會兼  
OECD 公司治理部副主席

簡報人：Ms. Fianna Jurdant, OECD 公司事務部資深政策分析師

與談人：Ms. Yasmin Rasyid, 馬來西亞 EcoKnights 創始人兼總裁

Ms. Karina Litvack, 義大利 Eni S.p.A 公司獨立董事

Mr. Benjamin Colton, 美國 State Street Global Advisors 亞

太區域資產管理部負責人兼副總裁

依 G20/OECD 公司治理原則，引導公司評估風險並制訂因應策略為董事會之主要職責。隨著投資人越來越重視環保議題，氣候變遷風險已逐漸影響公司長期股東價值，本場專題研討旨在董事會如何藉由多元化、引進外部顧問等方式，引導公司重視氣候風險，並加以制訂策略。

### 一、氣候變遷風險簡介

氣候變遷帶來了全球暖化、碳排放量增加及巨型災害頻繁發生等，如何因應氣候變遷所帶來之威脅與挑戰，已經成為全球政策制訂者逐漸關心的議題之一。正如國際金融穩定委員會(FSB)主席 Mark Carney 曾說：「如果金融市場要做他們最擅長的事情：分配資金來管理風險並抓住新的機會，投資人就必須掌握正確的訊息。有了正確的訊息，金融市場就會成為低碳世界，並可以降低金融穩定性風險。」由此可知，迅速正確的揭露氣候變遷風險予投資大眾知悉，是當前各國主管機關皆應重視的議題。

氣候相關財務揭露專案小組<sup>10</sup>(The Task Force on Climate-related Financial Disclosures, FSB-TCFD) 曾建議應評估氣候變遷風險對公司

---

<sup>10</sup> 氣候相關財務揭露專案小組(Task Force on Climate Related Financial Disclosures “TCFD”)是國際金融穩定委員會 (“FSB”)為了因應巴黎協議於 2015 年底所建立的金融特殊任務小組。

之影響性，並於年報揭露下列與氣候相關財務衝擊的四大核心要素：

- (一) 治理(Governance)：揭露針對氣候變遷風險的機會和監督機制。
- (二) 策略(Stratgy)：揭露氣候變遷風險與機會，對企業營運、策略及財務規劃的實際與潛在影響。
- (三) 風險管理(Risk Management)：揭露企業辨識、評估和管理氣候變遷風險之機制，並將其融入現有風險管理流程。
- (四) 指標與目標(Metrics/Targets)：揭露企業如何評估和管理氣候變遷風險與機會的指標，以及設定相關目標。

## 二、氣候相關財務風險分類

FSB-TCFD 將氣候相關財務風險分為轉型風險(Transition risk)與物理風險(Physical risk)兩大類，茲分述如次：

(一) 轉型風險：企業為了適應和減輕氣候變遷所帶來之衝擊，因此必須改變其營運模式，並承擔企業轉型所帶來的風險。轉型風險又可細分為下述四種類型：

1. 政策風險：因政策制訂產生之風險，例如限制碳排放量、採用高節約能源標準等。
2. 科技風險：新技術(例如可再生能源存儲等)的採用所產生的風險，採用新技術將影響企業的競爭力，例如新、舊技術是否能夠順利移轉，新產品是否達成終端消費者的要求等。
3. 市場風險：因氣候變遷導致市場供需變化而產生之風險。
4. 商譽風險：終端消費者因氣候變遷致其偏好改變，對企業產生之風險。

(二) 物理風險：因氣候變遷而對企業產生實際且直接的風險，又可分為下述二種類型：

1. 立即性風險：例如颱風、大豪雨、極端溫度、冰雪等個別性風險。

2. 長期風險：例如溫度持續升高、海平面上升等系統性風險。

### 三、氣候相關財務風險之治理

FSB-TCFD 2018 報告指出，雖然許多公司已開始揭露氣候變遷相關內容，然而鮮少公司意識並揭露氣候變遷風險對公司經濟面之影響。依 PwC 之調查報告，雖然來自全球 68 個國家或 1,344 位 CEO 認為氣候變遷風險為 2018 年第 9 大風險，但只有 5% 之 CEO 意識到氣候變遷將會影響其商業模式，顯示大部分國家的 CEO 並未將氣候變遷風險納入公司經營策略中，也不認為氣候變遷風險會影響公司營運。另 TCFD 報告中，就 9 家企業進行分析，雖然許多企業之碳排放揭露指標(CDP)均屬 A 級，然而在其年報中所提及”氣候變遷”之次數亦非常有限。

Company name	Industry	Primary listing	CDP Score	Responsibility	“Climate change” in AR
Bank of America	Banking	NYSE	A	Board	1
Enel Spa	Electricity	Borsa Italiana	A	Board	21
Royal Dutch Shell	Oil and Gas	LSE	B	Management	55
Canadian National Railway Company	Rail Transport	TSX	A	Board	8
Singtel	Telecommunication Services	SGX	A-	Board	12
SOMPO Holdings	Insurance	TSE	A	Board	13
LG Electronics	Consumer Electronics	KRX	A	Management	-
Kering	Textile, Apparel and Luxury Goods	Euronext	A	Board	19
BHP	Metals and Mining	LSE & ASX	B	Board	74

依據 FSB- TCFD 之報告建議，企業於揭露氣候變遷風險時，應強調「董事會監督」及「管理階層責任」等兩部分，並分別應有下列作為：

(一)管理階層責任：管理階層應明確指派氣候相關風險負責單位並定期向董事會報告，並應檢討是否將氣候變遷因素加入相關風險評

估流程中，且應制訂監督氣候變遷議題之內部程序。

- (二)董事會監督：董事會應監督管理階層所提供之氣候變遷資訊之頻率及程序，並應將氣候變遷風險列入董事會重要職責之一，以及評估及監督關於氣候變遷風險目標之達成成效等。

### 第三章 心得感想及建議

此次參加 2018 年亞洲公司治理論壇，除透過與國際組織交流，瞭解亞洲各國發展公司治理現況外，亦藉會議機會宣揚我國公司治理推動方式與具體成果。此外，各國於會議中提出之公司治理實務與相關改善建議，均可作為我國未來推動公司治理方向之參考。

謹就本次會議中所討論議題及與談人分享之各國實務，提出以下心得及建議：

#### 一、應適度協助企業內化公司治理文化

本屆論壇來自東南亞國家之與談人，幾乎都提及其推動公司治理的主要挑戰與瓶頸，即是國內企業對公司治理認知與觀念不足，僅願意遵循法令最低要求辦理，而缺乏自發性推行公司治理之動機。而亞洲公司治理評鑑報告(CG Watch 2016)亦提及，我國公司治理文化之推動仍是從上到下，由法令規範驅動，而非企業內化至其文化中。因此，如何進一步透過市場機制鼓勵企業自發性重視公司治理，實為我國未來推動公司治理重點之一。

而公司治理觀念如何廣泛且正確的傳遞，企業、媒體及投資人扮演極為重要的角色，為協助企業、媒體及投資人三方建立正確之公司治理觀念，建議可透過證交所、櫃買中心及投保中心等單位，蒐集公司治理案例製作教材，並透過各類宣導、座談或研討會，向公司加強說明公司治理之重要性，另外亦可請民間機構開設公司治理課程，於運用相關公司治理教材，以使上市櫃公司更加瞭解及正視公司治理，並逐步內化公司治理文化。

此外，為藉助投資人之力量，鼓勵上市櫃公司落實公司治理及企業社會責任，我國已陸續完成編製「臺灣公司治理 100 指數」、「櫃買公司治理指數」、「臺灣高薪 100 指數」以及「臺灣永續指數」等公司治理及企業社會責任指數，供投資人作為選股之參考，惟目前相關數仍未獲得廣泛之運用，建議未來可持續推廣相關指數之運用，俾作為投資人選股之參考，並引導公司自發性重視公司治理。



## 二、公司治理應由「形式面」走向「實質面」

本屆論壇第三場與談人日本代表 Mr. Shigeru Ariizumi 提及，日本現階段公司治理發展重點已經從「形式面」是否符合法令規範，走向「實質面」公司治理實施品質。另各國的與談人亦紛紛表示，公司治理之推行，已經不是簡單的就條列項目逐條勾選(Ticking the boxes)，如何落實及引導企業重視公司治理，才是未來各國應努力的方向。

為協助投資人及公司經營階層瞭解公司治理之實施成效，我國自2014年度起開始辦理公司治理評鑑，以全部上市櫃公司為評鑑對象，每年公布上市櫃公司治理評鑑結果，至今已辦理四屆。由於公司治理評鑑指標多屬「形式」問題（例如「公司年報是否揭露長短期業務發展計畫」、「公司網站是否揭露包含財務、業務及公司治理之相關資訊」等），前揭指標於評分時雖較為簡便，卻有產生評鑑結果無法完全代表公司治理實施成效之疑慮。建議未來可強化評鑑指標質化要求，以「實際落實情形」作為評鑑重點，並增加給分差異化因素，依據公司治理措施執行程度，給予不同評分回饋，並可透過實地拜訪會計師、內部稽核人員或公司治理人員等進行評鑑，以進一步提升公司治理評鑑之效度與上市櫃公司之重視。

此外，我國雖要求上市櫃公司於年報揭露「公司治理運作情形」及「履行企業社會責任情形」等內容，惟多數公司揭露內容缺乏具體描述，僅為符合法令最低要求，致參考價值不高。未來似可透過增加獎勵誘因等(例如針對揭露品質較佳者公開表揚或減少對其辦理財報實審頻率等方式)，鼓勵上市櫃公司強化揭露其公司治理資訊之揭露，以形塑良好公司治理文化。

## 三、獨立董事之重要性與日俱增，宜強化其獨立性並給予適當協助

本屆論壇有部分與談人(新加坡及馬來西亞)提及，獨立董事之職能能否發揮，已經成為良好公司治理能否順利推動之重要環節，故其國家已致力於推動強化獨立董事職能之相關措施，以提升公司治理。基於我國已全面要求上市櫃公司設置獨立董事制

度，未來如何協助獨立董事發揮職能，亦將成為我國公司治理推動重點之一。

金管會為了進一步提升上市櫃公司獨立董事專業監督功能，以強化董事會職能，近二年已推動相關措施包括獨立董事就重大議案均應出席董事會；公司應於股東會年報揭露獨立董事就重大議案之意見；公司提名連續任期已達3屆之獨立董事時，應公告說明理由；公司應為獨立董事投保董事責任險；要求金融業及大型上市櫃公司應設置公司治理人員以協助獨立董事等。

惟目前外界多有表示獨立董事仍存在獨立性不足、人才缺乏、待遇偏低以及法律責任重等現象，且獨立董事執行業務亦缺乏適當協助，凡此種種均會影響專家學者擔任獨立董事之意願。我國未來似宜進一步研議適當機制以強化獨立董事之獨立性，並可透過擴大設置公司治理人員、放寬獨立董事專業資格條件、鼓勵上市櫃公司投保足額之董監責任險、訂定合適之薪酬制度，以及引進首席(資深)獨立董事等，提升專業人才擔任獨立董事之意願，並協助獨立董事全心全意發揮職能。

#### **四、機構投資人在公司治理扮演之角色日益重要**

OECD 公司治理部首長 Mr. Mats Isaksson 表示，機構投資人持股比重逐漸增加，尤其是在我國、日本、印度以及南韓，未來機構投資人將在亞洲市場扮演極其重要的角色，如何藉重機構投資人的力量推動公司治理，亦將成為公司治理發展的重要課題。

截至 2017 年底我國國內外法人在我國集中交易市場成交金額之占比約達四成，機構投資人若能透過持有或管理之股權促使上市櫃公司改善治理品質，將能有效提升我國整體公司治理水平並增進企業價值。為進一步促使企業改善公司治理及強化機構投資人客戶或股東之長期價值，我國已於 2016 年 6 月發布「機構投資人盡職治理守則」，並推動機構投資人簽署，藉由鼓勵機構投資人運用其專業與影響力，透過對被投資公司之關注、對話及互動，促使被投資公司改善公司治理品質，進而帶動資本市場整體之良性發展。截至 2018 年 10 月底，

已有四大基金、銀行、保險、證券商、投信及外資機構等 117 家機構投資人簽署該守則。

基於我國已發布「機構投資人盡職治理守則」，建議未來應進一步提升機構投資人盡職治理守則相關資訊之揭露品質，例如可透過證交所及櫃買中心等單位洽民間機構共同舉辦機構投資人宣導活動，以及請兩單位研議修正機構投資人盡職治理守則，以進一步提升機構投資人揭露品質。並可透過公布較佳實務遵循之簽署人名單並公開表揚等方式，以鼓勵機構投資人推動公司治理及善盡其企業社會責任。

## **五、ICO 已成為籌資管道之一，宜樂觀以對並訂定因應策略**

區塊鏈技術提供了「去中心化」、「匿名性」、「不可竄改性」、「可追蹤性」以及「加密安全性」等特色，可大幅提升交易速度及降低交易成本，即使是跨境交易也能迅速完成，對特定投資人來說具有相當之吸引力。據統計，全球已有多達約 1,500 種加密貨幣，加密貨幣總市值於 2018 年 1 月更曾高達 8,140 億美元，這個運用密碼學與資訊系統創造出來的貨幣，已經如同一般貨幣，可以在眾多通路進行買賣，已遍布世界各大國家，並已悄悄地撼動了全球各項金融創新服務與支付系統。

有鑑於由加密貨幣所衍生之 ICO 募集來勢洶洶，各國紛紛開始研擬將其合法化，或納入監管制度，例如日本金融廳已於 2018 年 11 月 1 日舉行的研究會議中，同意以透過修法方式，將 ICO 列入金融商品交易法規管制。因此，因應數位貨幣時代的來臨，我國主管機關面臨的最大挑戰，即在於如何適當監管以及提升 ICO 之資訊揭露透明度。但除了監督及管理之外，我國擁有完整的產業鏈及成熟的金融服務，並有優異的資工人才，相信數位貨幣時代的來臨，將為我國產業發展帶來新的契機，主管機關宜樂觀以對並謹慎擬訂相關因應策略，也應持續研究數位貨幣，並正視監理機會帶來的挑戰。

## **六、宜鼓勵企業正視氣候相關風險**

氣候變遷愈來愈嚴重，從前所未見的風暴、洪災，到極地冰山融

化、海平面上升，不斷發生，並威脅到企業經營以及人類的生活方式。據統計，2017年因天災造成的全球財務損失高達3,200億美元，各國已不得不面對極端氣候變遷所帶來之風險問題。依據FSB-TCFD報告，雖然企業已逐漸揭露氣候變遷風險，但大部分國家仍未將氣候變遷風險納入公司經營策略，亦未意識到氣候變遷風險已逐漸對企業經營模式產生衝擊。

金管會雖已要求公開發行公司應於年報揭露「履行社會責任情形」，包括公司對環保、社區參與、社會貢獻、社會服務、社會公益、消費者權益、人權、安全衛生與其他社會責任活動所採行之制度與措施及履行情形等，惟目前尚未要求公開發行公司應揭露氣候相關風險及其因應策略等，投資人也不易得知相關資訊。隨著消費者環保意識抬頭以及消費習性的轉變，企業為贏得消費者之青睞，勢必配合消費者需求而調整其生產及銷售方式等，而這也間接帶動了投資人對氣候相關風險之重視。是以，主管機關宜採漸進式方式鼓勵企業正視氣候相關風險，並鼓勵其揭露因應氣候相關風險之措施等，以利其及早因應並達成永續經營。