

行政院及所屬各機關出國報告  
(出國類別：出席國際會議)

## 出席「2019年OECD亞洲公司治理 圓桌論壇」出國報告

出國人員：

行政院行政主計金融處  
金融監督管理委員會證券期貨局

陳參議添智  
蔡副組長媛萍  
李科員志偉

派赴國家：印度

出國期間：108年11月26日至30日

報告日期：109年2月17日



## 目 錄

第一章 前言.....	1
第二章 出席圓桌論壇紀要.....	2
主題一：2019年亞洲市場回顧—亞洲市場邁向全球化整合.....	2
一、亞洲市場發展情形回顧.....	3
二、印度市場發展概況.....	5
三、日本市場發展概況.....	6
主題二：印度近期公司治理發展情形.....	8
一、印度公司治理發展.....	8
二、印度近期公司治理改革事項.....	9
三、印度公司治理面臨之挑戰.....	10
主題三：集團監理中董事會之職責.....	12
一、集團監理與董事會職責關係.....	12
二、其他各國經驗分享.....	14
主題四：公司股份所有權的變化對政策之影響.....	16
一、研討目的.....	16
二、全球上市公司股權結構分析.....	16
三、從上市公司股權結構看印度公司治理.....	21
主題五：雙重股權結構如何可行.....	24
一、淺談雙重股權結構的利弊.....	24
二、瑞典市場經驗.....	25
三、印度市場近期規範.....	26
四、其他市場經驗.....	27
主題六：東南亞國家公司治理之最新發展.....	29
一、緬甸公司治理之發展與挑戰.....	29
二、越南公司治理之發展與挑戰.....	30
三、印尼公司治理之發展與挑戰.....	31
四、馬來西亞公司治理之發展與挑戰.....	33
第三章 心得感想及建議.....	34
一、於推動公司治理與發展資本市場間取得良好平衡，建議持續觀察 其他國家引入雙重股權結構上市制度之實施情形.....	34
二、要求公司實際決策者權責相符，杜絕非常規交易情事.....	34
三、持續觀察機構投資人盡職治理資訊揭露品質及其參與程度，強化 機構投資人對公司治理之影響.....	35
四、加強公司股權結構資訊透明化，揭露最終受益人股權資訊.....	36
附件資料.....	37



## 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。

2019 年亞洲公司治理圓桌論壇於 11 月 27 日至 28 日在印度孟買舉行，本次會議由印度證券交易委員會 (Securities and Exchange Board of India, SEBI) 主辦，日本政府提供財政支持，議程內容包括「2019 年亞洲股票市場回顧」、「印度公司治理發展情形」、「集團監理中董事會之職責」、「公司股份所有權的變化對政策之影響」、「雙重股權結構如何可行」以及「東南亞國家公司治理之最新發展」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。

本次出席會議者包括印度、日本、香港、越南、緬甸、馬來西亞、南韓、義大利、以色列、瑞典、菲律賓等國之官方單位、證券交易所與學者專家代表，以及 OECD、ACGA、CFA 學院、金融時報、瑞士信貸、Nomura 研究機構等非政府機構之代表共約 200 人出席。我國參加人員包括行政院財政主計金融處陳參議添智、金管會證券期貨局蔡副組長媛萍與李科員志偉、臺灣證券交易所謝組長兆恩與黃專員于珊。

## 第二章 出席圓桌論壇紀要

OECD 自 1999 年首次發布公司治理原則至今滿 20 年，本次會議首先由主辦國印度證券交易委員會主委 Mr Shri Ajay Tyagi、OECD 公司治理部副主席暨義大利證管會主委 Mr. Carmine Di Noia 及日本金融廳金融國際審議官代表 Mr. Akihiko Yoshida 致歡迎詞，接續則進行「2019 年亞洲股票市場回顧」、「印度公司治理發展情形」、「集團監理中董事會之職責」、「公司股份所有權的變化對政策之影響」、「雙重股權結構如何可行」以及「東南亞國家公司治理之最新發展」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。

### 主題一：2019 年亞洲市場回顧—亞洲市場邁向全球化整合

主持人：John Plender, 金融時報專欄作家

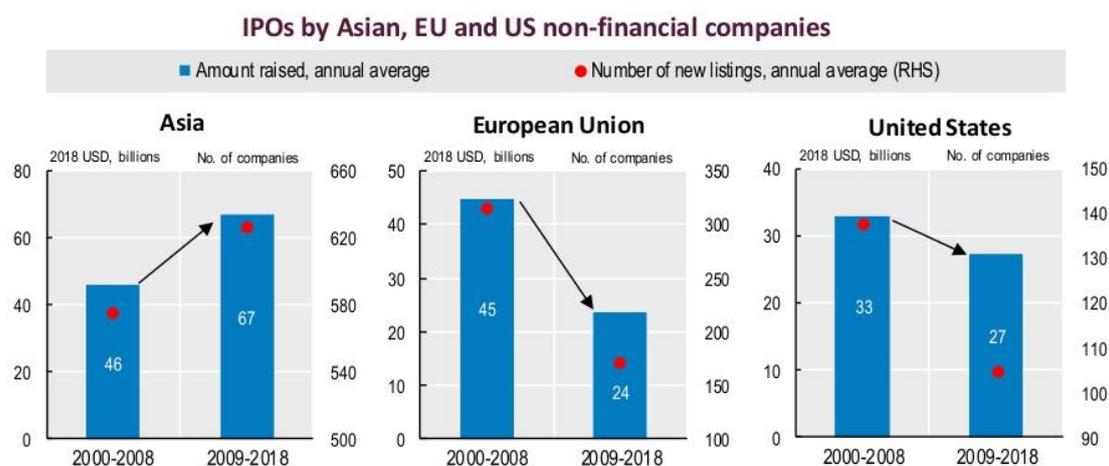
簡報人：Mr. Mats Isaksson, OECD 公司治理部首長

與談人：Akihiko Yoshida, 日本金融廳(FSA)金融國際審議官代表  
Ashish Gupta, 瑞士信貸全球市場研究部門常務董事

本專題自 2017 年起已連續研討 3 年，亞洲股票市場發展快速並吸引大量國際投資人，透過檢視亞洲 17 個主要市場，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，對亞洲市場的運作方式及發展情形有全面瞭解，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。

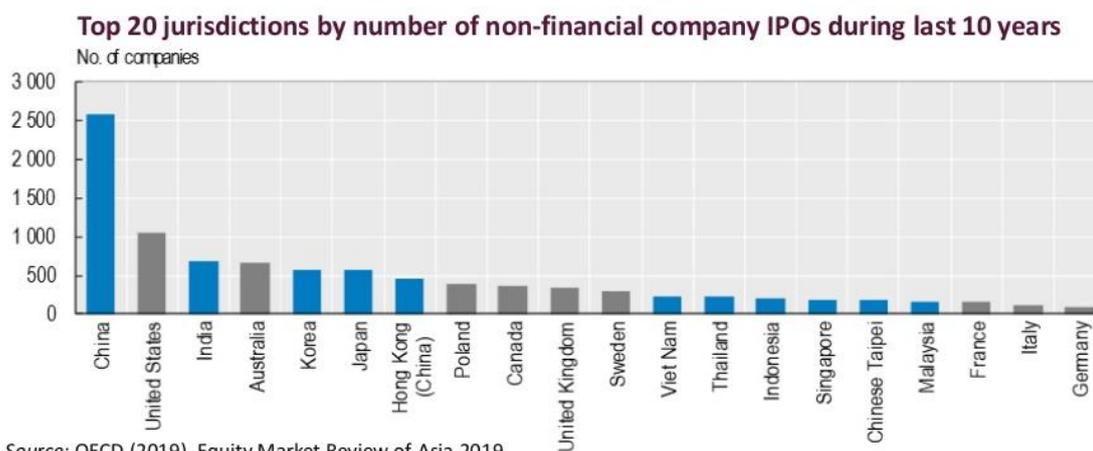
## 一、亞洲市場發展情形回顧

首先，由 OECD 代表 Mr. Mats Isaksson 介紹亞洲市場發展現況，亞洲正迅速成長為世界上最大的股票市場，比較 2000~2008 年以及 2009~2018 年兩個區間的初次公開發行(IPO)的家數及募資金額，歐洲及美國市場均呈現衰退，亞洲市場卻呈現增加趨勢，以 2009~2018 年這 10 年來看，亞洲 IPO 市場平均一年可募得 670 億美金，超越歐美市場總和。



Source: OECD (2019), Equity Market Review of Asia 2019.

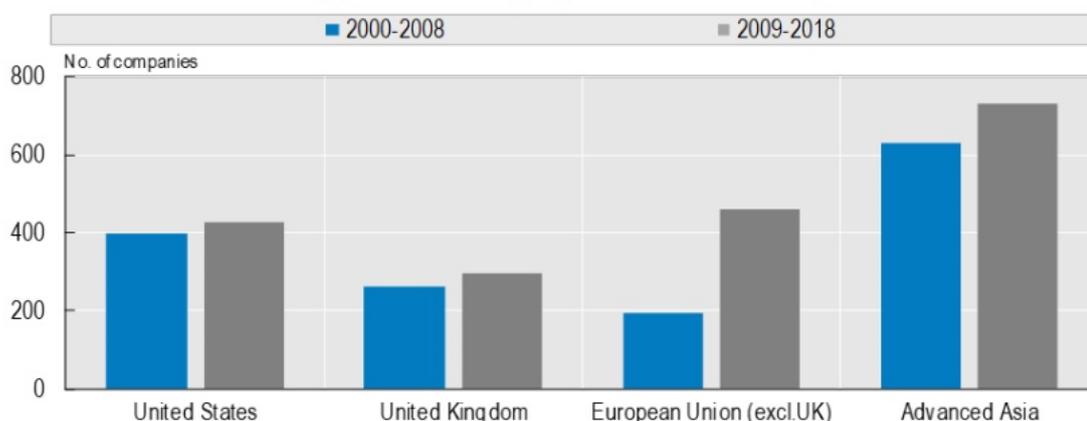
2018 年共計有 748 家亞洲公司上市，占比超過全球 IPO 市場 60%，透過 IPO 募集之資金有 51% 流向亞洲公司，以過去 10 年來看，中國是上市公司增加最多的國家，另外印度、南韓、日本、香港、越南、泰國、印尼、新加坡、馬來西亞及我國均屬前 20 多國家之列。



Source: OECD (2019), Equity Market Review of Asia 2019.

另外觀察 SPO(Secondary public offerings)市場於 2000~2008 年及 2009~2018 年之變化情形，美國、歐洲及先進亞洲市場辦理 SPO 之公司家數均呈現成長趨勢，這段期間恰逢利率來到歷史低點，這對債務融資更加有利，另在全球金融危機 2008 及 2009 這 2 年，金融業透過 SPO 募集接近 9,000 億美元，非金融業公司亦透過 SPO 募集 8,000 億美元，係同期間 IPO 市場 5 倍以上，顯示已上市公司透過公開市場募資作為其財務來源之重要性。

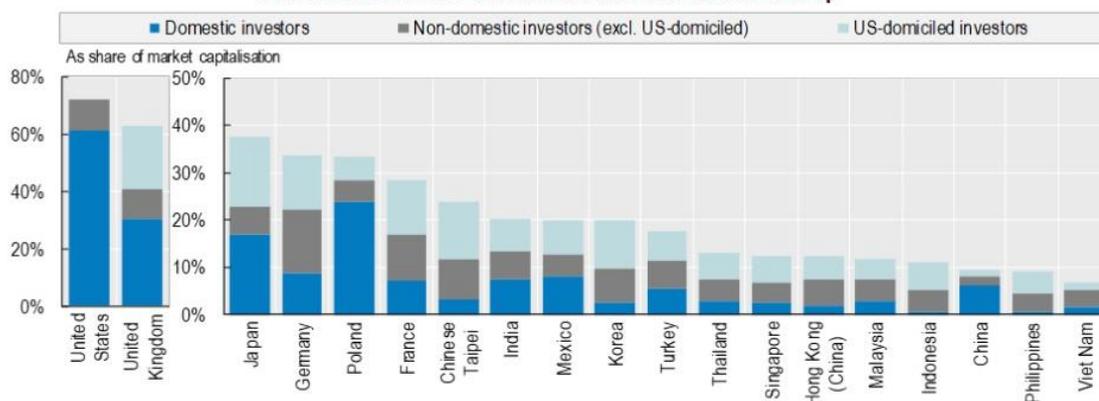
**Secondary public offerings by non-financial companies**



Source: OECD (2019), Equity Market Review of Asia 2019.

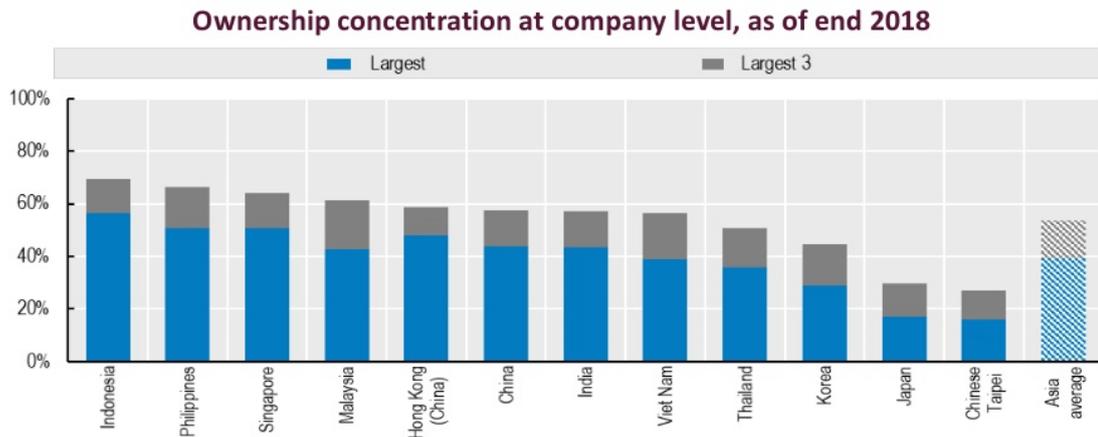
分析各國股票市場之參與者，可發現約有 30% 係由外國投資人持有，由於全球機構投資人持續增加投資亞洲市場，且屬於亞洲新興市場的公司已佔 MSCI 新興市場指數 72%，該指數又被眾多全球機構投資者追蹤，致現今幾乎亞洲各國，外國機構投資者之持股比例均高於國內機構投資者。

**Domestic and non-domestic institutional ownership**



Source: De La Cruz, A., A. Medina and Y. Tang (2019), "Owners of the World's Listed Companies", OECD.

亞洲市場有持股集中的特性，上市公司前 3 大股東合計持股超過 50% 之情形很普遍，另分析投資人類別，香港、越南、馬來西亞及中國市場的公部門持有上市公司約 25%~52% 股權，私人公司亦是亞洲上市公司之重要投資人之一，約持有 25% 股權。



Source: OECD (2019), Equity Market Review of Asia 2019.

隨著亞洲股票市場的蓬勃發展，亞洲公司已成為全世界使用最多公眾股權融資資金之使用者，且在股票市場全球化發展趨勢下，來自世界各地的個人及家戶所得而形成的退休基金、共同基金、保險公司等資金湧入亞洲市場，且此趨勢可預見會持續下去，促使來自不同法律、監管、經濟、文化背景的投資人和亞洲公司有更多互動。因此，當涉及公司治理領域的基本期望及實踐時，有一個共通語言或標準就顯得很重要，G20/OECD 公司治理原則即是一個很理想的理解基礎，也對國際政策提供有益的參考，協助亞洲市場可以更平順地融入全球市場。

## 二、印度市場發展概況

SEBI 主委 Mr Shri Ajay Tyagi 在致詞提到，SEBI 與 OECD 在公司治理領域有長期合作，印度修訂公司治理相關規範時均盡可能將 OECD 公司治理原則精神納入，而印度近期執行由 Uday Kotak 領導的公司治理委員會所建議之公司治理守則，包括從董事會組

成、設置獨立董事、董事會之功能性委員會、集團監理、資訊揭露及投資人保護等面向，推動及強化其資本市場之公司治理，但仍面臨有關獨立董事獨立性、控股股東和少數股東間之平衡等挑戰，有關印度之公司治理發展情形將於主題二詳細介紹。

### 三、日本市場發展概況

日本代表 Mr. Akihiko Yoshida 表示，亞洲公司已成為全世界使用最多公眾股權融資資金之使用者，在這一趨勢下，日本自然也是受益者之一，經由長期發展及全球市場整合，日本股票市場的外資持股比例已從 3% 成長至 30%，但從 OECD 發布的「2019 亞洲市場回顧報告」可發現，非亞洲公司甚少選擇到亞洲股票市場掛牌，因此日本當局仍在思考要如何持續吸引投資人參與日本市場，如何將東京證券交易所(Tokyo Stock Exchange)打造得更有吸引力，使得外國優質企業更願意來日本掛牌上市。Yoshida 表示，東京證交所現有 4 個板(市場一部、市場二部、Mothers、JASDAQ)，外國公司可能

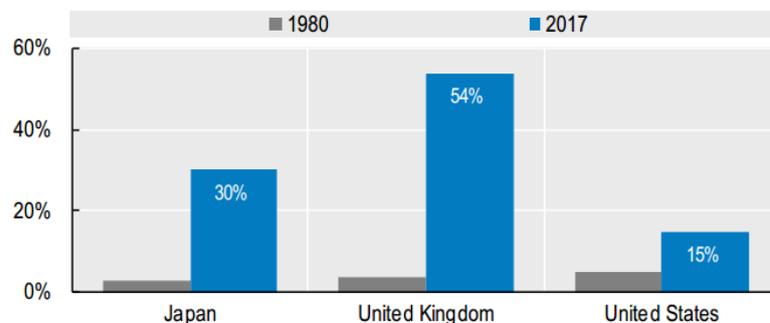
	主板市场		Mothers	JASDAQ	
	市场一部	市场二部		Standard	Growth
股东人数	2200人以上	800人以上	200人以上	200人以上	
流通股数量	20000单位以上	4000单位以上	2000单位以上	-	
流通股总市值	10亿日元以上 (不低于1000万美元以上)	10亿日元以上 (1000万美元以上)	5亿日元以上 (500万美元以上)	5亿日元以上 (500万美元以上)	
流通股比例	35%以上	30%以上	25%以上	-	
公开发行	-	-	500交易单位以上	10%，或1000交易单位以上	
总市值	250亿日元以上 (2.5亿美元以上)	20亿日元以上 (2000万美元以上)	10亿日元以上 (1000万美元以上)	-	
持续经营年数	3年以上		1年以上	-	
净资产额	10亿日元以上(1000万美元以上)		-	2亿日元以上 (200万美元以上)	不为负
利润总额或总市值	[经常利润] 过去两个财年总额5亿日元以上(500万美元) [总市值] 总市值: 500亿日元以上(5亿美元) 销售额: 100亿日元以上(1亿美元)		-	[经常利润] 1亿日元以上 (100万美元) [总市值] 50亿日元以上 (5000万美元)	-

注：1美元=100日元

資料來源：日本交易所集團網站 <https://www.jpx.co.jp/chinese/listing/ipo/01.html>

對相關規定不是很熟稔，因此日本政府與東京證交所正在思考如何適度重組以協助外國公司容易瞭解規定，選擇哪個板比較適合其上市，在此過程中，也特別著重公司價值與公司治理議題。

**Figure 42. Changes in foreign ownership in Japan, the United Kingdom and the United States**



Source: Japan, Flow of Funds, Bank of Japan; United Kingdom, Ownership of UK quoted shares, Office for National Statistics; United States, Financial Accounts, L. 223 Corporate Equities, Federal Reserve.

## 主題二：印度近期公司治理發展情形

主持人：Ms. Rama Bijapurkar, 印度 Ahmedabad 管理學院教授

簡報人：Mr. Pradeep Ramakrishnan, 印度 SEBI 公司財務部經理

與談人：Mr. Cyril Shroff, Cyril 印度 Amarchand Mangaldas 律師事務所執行合夥人

Mr. J N Gupta, Stakeholders Empowerment Services 常務董事

Mr. Shailesh Haribhakti, Shailesh Haribhakti & Associates 董事

Mr. Ashishkumar Chauhan, 孟買證券交易所執行長

### 一、印度公司治理發展

印度證券交易委員會(SEBI)成立於 1992 年，是印度證券市場的主管機關，主要致力於保護投資人權益及促進資本市場發展，同時也是推動公司治理的最主要單位，印度公司治理之發展係由各個委員會(通常以委員會之領導者命名)提出建議，SEBI 經考量後予以採用並修訂相關公司治理規範。另印度的交易所包括孟買證交所(BSE)、印度國家證交所(NSE)等 9 個交易所，由證交所扮演第一線監管者確認公司符合相關上市義務及揭露規範，督促各公司落實良好公司治理，並與 SEBI 間保持緊密合作關係。

SEBI 自 2000 年採納 Kumar Mangalam Birla 委員會之建議，在上市條款引入具有里程碑意義的第 49 條，制定了印度關於公司治理的第一個規範後，各個委員會陸續成立並提出公司治理相關建議，包括 Naresh Chandra 委員會、Narayana Murthy 委員會、J J Irani 委員會，相關法規並依照上述委員會建議予以更新或修訂。2017 年 6 月 SEBI 成立了一個由 Uday Kotak(Kotak Mahindra 銀行副董事長兼總經理)領導的公司治理委員會，對強化上市公司的公司治理標準提出建議，近期 Kotak 委員會就公司治理各方面提

出之建議大部分已被 SEBI 接受，根據這些建議對法規進行的修訂涉及董事會結構、董事薪酬、董事會評估、董事會成員性別多樣性、獨立董事、董事會功能性委員會、集團治理、資訊揭露及提升透明度等，其中部分新措施已於 2019 年 4 月 1 日生效，其餘規範將於 2020 年 4 月 1 日起生效。

在過去的幾年，印度在世界銀行「經商便利度」有關保護少數投資者權益之指標排名一直名列前 15 名，印度將在這個方向持續努力精進。

## 二、印度近期公司治理改革事項

- (一)設置女性獨立董事：為了提升董事會成員性別多元化及董事會職能，SEBI 要求 2019 年 4 月 1 日前，前 500 大上市公司的董事會必須設置至少一席女性獨立董事，2020 年 4 月 1 日起適用範圍擴大至前 1000 大上市公司。現行 91% 上市公司已符合規定。
- (二)至少設置 6 席董事：為了確保有足夠董事履行董事會職權，SEBI 要求前 1000 大上市公司之董事會自 2019 年 4 月 1 日起必須至少要有 6 席董事，2020 年 4 月 1 日起適用範圍再擴大至前 2000 大上市公司。現況 95% 上市公司已符合規定。
- (三)董事長不能兼任執行長：董事會與管理階層身份重疊，可能導致利益衝突，SEBI 要求前 500 大上市公司自 2019 年 4 月 1 日起應任命非執行業務之董事長，董事長亦不得與執行長為關係人，以落實分離執行長與董事長職務。
- (四)關係人交易管理：加強對關係人交易的揭露，並允許少數股東投票反對關係人交易。
- (五)資訊揭露事項：公司應揭露會計師及獨立董事之辭任原因；自 2019 年 4 月 1 日起強制按季揭露合併財務報告。
- (六)投資人保護事項：上市前 100 大公司自 2019 年 4 月 1 日起應於

每年 8 月 31 日前舉辦股東會，且股東會應同步辦理網路直播，另董事會應將其對於股東會決議事項之建議於股東會前提供予各股東參考。

### 三、印度公司治理面臨之挑戰

- (一)獨立董事之獨立性：SEBI 在其上市規定中針對獨立董事獨立性的規定已採用極為嚴格的認定標準，但仍有獨立董事未真正獨立之擔憂，尤其在創辦人家族主導的公司中(主題四將深入探討，印度上市公司有創辦人家族持股集中之現象)，儘管其獨立董事符合紙上法規要求，惟獨立董事決策及行動之獨立性似乎僅在雲端，未能實際落實。
- (二)大股東與小股東之衡平：「少數服從多數」係股東民主的基石，但也增加大股東濫權的風險，當公司進行關係人交易時，保護少數股東的利益顯得格外重要，因此包括印度在內之某些市場監管單位傾向給予小股東更多權力，但兩者間應保持平衡，大股東不應濫用職權，小股東也不應濫用特定條款賦予他們的權力，但在實務中似乎很保持良好平衡。
- (三)資訊揭露：根據 SEBI 規定，上市公司須向證券交易所揭露重大事件，SEBI 亦提供某些應被認為是重大事件的清單，此外還列舉了應根據公司的重要性政策揭露的事件。然而，監管單位不可能列出公司應揭露之重大事件，公司及董事會應謹慎並適當地判斷是否為重大事件並予以揭露，這是一個嚴重的問題，企業在此類議題的判斷失誤可能會削弱投資者信心。
- (四)集團監理與關係人交易：公司集團的設立與普遍已經引起某些公司治理問題，特別是關係人交易方面，採用複雜的組織結構和關係人交易增加了資金竊取、洗錢、循環交易的疑慮，當此類交易涉及跨國層面，因缺乏資訊流，監理機關更難監控及執法。本次

會議主題三即是在探討董事會在公司集團中的職責，SEBI 並就此問題進行案例研究且提供印度法規相關意見，此外，SEBI 也正在考慮改善關係人交易的現有規範。

(五)文字與精神之遵循(Compliance in letter vs. spirit)：全球各國證券主管機關都在苦惱要如何確保公司是本著精神而非僅以文字遵守監管規範，而衍生出到底要採用規則基礎(rule based)或是原則基礎(principle based)的方式來監管市場，也針對過度法規(over regulation)或法規不足(under regulation)與否進行辯論，主管機關擔心法規遵循不該只是單純照表打勾而已。SEBI 試圖在其上市規則中採用規則基礎與原則基礎混合方法，雖然有一定程度幫助，但許多公司停留在照表打勾思維的問題仍值得持續關注。

(六)監管與執法：制定公司治理規範後，有效的監控與執行是同等重要，在印度，各個證交所扮演上市義務和揭露規範的第一線監管者，SEBI 已建議應提高處理重要監管工作的能力和人力。對於諸如不提交報告之類等標準化違規行為，SEBI 可能處以罰款或採取其他執法行動，如果發生嚴重違規行為，SEBI 將直接介入並依法採取執法行動。監視和執行是始終有改進空間的領域，建議 OECD 考慮可針對此領域提出適當的建議。

### 主題三：集團監理中董事會之職責

主持人：Mr. Carmine Di Noia, OECD 公司治理部副主席

簡報人：Mr. Mike Lubrano, 英國 Nestor Advisors 資深顧問

與談人：Mr. Myeong Hyeon Cho, 韓國高麗大學商學院教授

Mr. G Mahalingam, 印度 SEBI 全職董事會成員

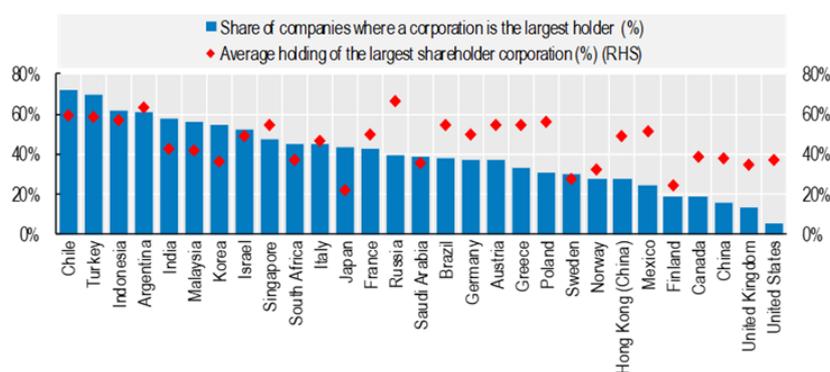
Ms. Ronnie Talmore, 以色列司法部法務辦公室資深董事

集團公司的形成會影響董事會的職責與功能，也可能會影響各子公司的公司治理結構，並帶來大股東與小股東之間的利益衝突，同時集團監理又必須考慮到各公司應遵循的法律框架，因此董事會的角色特別重要，對各市場主管機關亦是挑戰。本節將依據 G20/OECD 公司治理原則進行討論，就集團監理的角度出發，探討要如何管理與保護集團中各公司少數股東的權益，並揭露關係人交易，董事會又應發揮怎樣的機能與職責。

#### 一、集團監理與董事會職責關係

首先，簡報人 Mike Lubrano 表示，OECD 公司治理委員會針對集團監理議題於 2018 年展開一系列問卷調查，並於 2019 年 10 月討論初版結果，從下表可以發現各國上市公司股權係由其他公司或法人持有之現象非常普遍，包括新興市場及許多歐洲市場都有此現象。公司會逐漸發展成為集團必有其利益考量，但也可能對公司治理帶來其他挑戰。

Corporations as the largest shareholders



Source: De La Cruz, A., A. Medina and Y. Tang (2019), "Owners of the World's Listed Companies", OECD Capital Market Series, Paris

(一)發展為集團的優勢：資源分配更具效率、減少外部融資需求、降低資訊不對稱情形、降低交易成本、減少對合約強制執行的依賴、更有效保護智慧財產權、有利跨境投資及營運、鼓勵創業精神及風險承擔行為。Mike 的簡報中也提到依據日本經濟產業省 (Ministry of Economy, Trade and Industry) 的研究，集團中的子公司如果能順利掛牌上市，搭配股權基礎給付的獎酬機制，可以對員工產生明顯的激勵效果，且能吸引優質人才，同時掛牌上市後又能取得特殊的地位與品牌價值。

(二)對公司治理產生的挑戰：

- 1、集團的控制力集中可能產生潛在代理人問題。
- 2、集團中各公司的成本、利潤或是商業機會分配不當。
- 3、當經濟權力集中時而產生的政治或社會不利影響。
- 4、減少產品與服務的市場競爭力。
- 5、關係人交易議題。

G20/OECD 公司治理原則 VI.A 訂定，董事會成員應在資訊充分基礎下盡善良管理人義務，並以公司及股東最大利益為原則行事。其中忠誠義務(duty of loyalty)至關重要，因為遵循忠誠義務能有效支持達成其他原則，例如平等對待股東、監管關係人交易、制定經營階層人員薪酬政策等。另外一個很重要的關鍵原則是，縱使一家公司由另一家企業(或母公司)控制，該公司的董事會成員仍應對該公司股東負忠誠義務，而非對控制母公司負責。

G20/OECD 公司治理原則 II.G 也訂定，應保護少數股東免於控制股東直接或間接的濫權行為侵害其權益，並應建立有效的補救措施。Mike 提到在某些司法管轄地區公司集團盛行，但出現 1 個特殊情況，即董事會成員的忠誠義務定義模糊不清，甚至被解釋為對集團控制者忠誠而非對各公司股東忠誠，在這些情況下，某些國家制定了一系列規則以抵制前述情形所帶來的負面影響。

簡報也指出各資本市場對於上市公司之集團持股情形揭露程度並不普遍，各國主管機關的法規對於董事會在集團層級是否應負起關鍵風險事項(財務、營運、法規遵循、永續經營…等)的監管責任差異也頗大，多數國家法規並無明文敘明母公司或母公司董事會對子公司有取得資訊的特權，惟各市場針對關係人交易下董事會職責多訂有明確的法規監管架構。至於採用軟性法規(治理守則或自律規則)確可協助闡明市場最佳實務的作法，但因未具強制力要求，對市場能產生多少影響是最大的挑戰。

## 二、其他各國經驗分享

與談人Ronnie Talmore提到以色列的集團公司情形也相當普遍，她主要從董事的受託義務及董事會成員組成 2 個角度探討董事會於集團監理中應扮演的角色。

首先，以色列將每一家公司視為獨一個體，因此董事應基於公司利益(而非他人或自身利益)考量，忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務。因此在集團中，各公司的董事都應該為各公司的利益獨立判斷並執行業務，然而集團母公司可能會運用其控制力影響其他子公司董事判斷，如果有影響子公司運作的情況，可能被視為影子董事(shadow director)，Ronnie 提到以色列有一家保險公司，本身未公開發行，其集團母公司是上市公司，因保險業屬於高度監理產業，以色列當局特別注意是否有集團母公司試圖掌控保險子公司董事會或派駐影子董事情事，以確保該保險公司之董事能站在保險公司的立場執行業務。

其次，在集團公司的背景下，董事會成員的獨立性更顯重要，以色列要求上市公司至少有 2 位外部董事(outside directors)，嚴格規範其獨立性資格條件，不僅從單一公司角度檢視，從集團角度來看外部董事也必須具有獨立性，且經由股東會選出。另功能性委員會的成員

組成也同等重要，例如審計委員會負責檢視關係人交易的合理性，以色列即要求審計委員會成員必須包含所有外部董事，因此縱然有集團裡公司間的關係人交易，因雙方的審計委員會、董事會都具有一定獨立性，且部分關係人交易事項需要由審計委員會、董事會及股東會通過，透過種種制度試圖減少不當交易產生的可能性。

另一位與談人 Myeong Hyeon Cho 則提到韓國財閥(Chaebol)包括三星(Samsung)、現代汽車、LG 等集團，其中 59 個大型綜合企業集團貢獻韓國 GDP 比重超過 50%，顯見其對韓國經濟的重要性。Cho 教授提到韓國法規對於集團公司中各董事之職責要求，與前一位講者 Ronnie 所分享的以色列情形大致相同，但強調董事除了應負起民事責任外，另外也有刑事上的責任，因此韓國的董事們會更加注意自己是否善盡相關義務以免有違法之虞，但也可能造成董事並非著重在經營決策(business decision)，而僅是作法規遵循決定(decision about compliance)。

其次，Cho 教授提出韓國的大型企業多設有集團總部(headquarter)，但集團總部並非公司的正式單位，也未必受主管機關監理，卻由集團主席控制，且擔任集團主要決策的最主要單位，甚至包括提出各公司獨立董事候選人名單(衍生獨立董事獨立性問題)，最大的問題在於集團總部有如此大的權力卻毋須背負相對應的責任，且有架空集團各公司董事會決策權力的疑慮。Cho 教授針對這個議題提出幾個可能的解決方式，例如：將全集團整併為單一公司，這是能解決集團各公司間利益衝突的最理想方式，但成本問題恐致實際可行性不高；另透過法規強制禁止設置集團總部此類嚴重扭曲公司治理的單位，以達到實際做出決定的人應負起相對的責任。韓國政府自 2016 年起推出一系列公司治理改革，但目前僅先多著墨個別公司層次，期許未來能朝向解決整個集團背後由特定人主導之情形。

## 主題四：公司股份所有權的變化對政策之影響

簡報人：Ms. Alejandra Medina, OECD 公司治理部經濟學者

Mr. Kenta Fukami OECD 公司治理部資深政策分析師

主持人：Mr. Rolf Skog, OECD 公司治理委員會代表

討論人：Mr. Jamie Allen, 亞洲公司治理協會秘書長

Ms. Priya Subbaraman, 印度國家證券交易所首席監管官

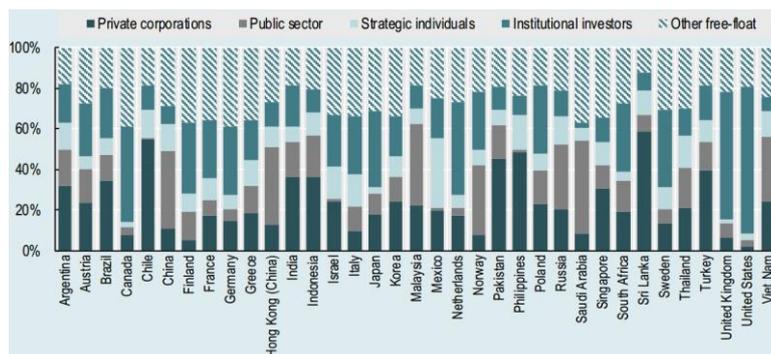
Mr. Frederic DyBuncio, 菲律賓 SM Investments 執行長

### 一、研討目的

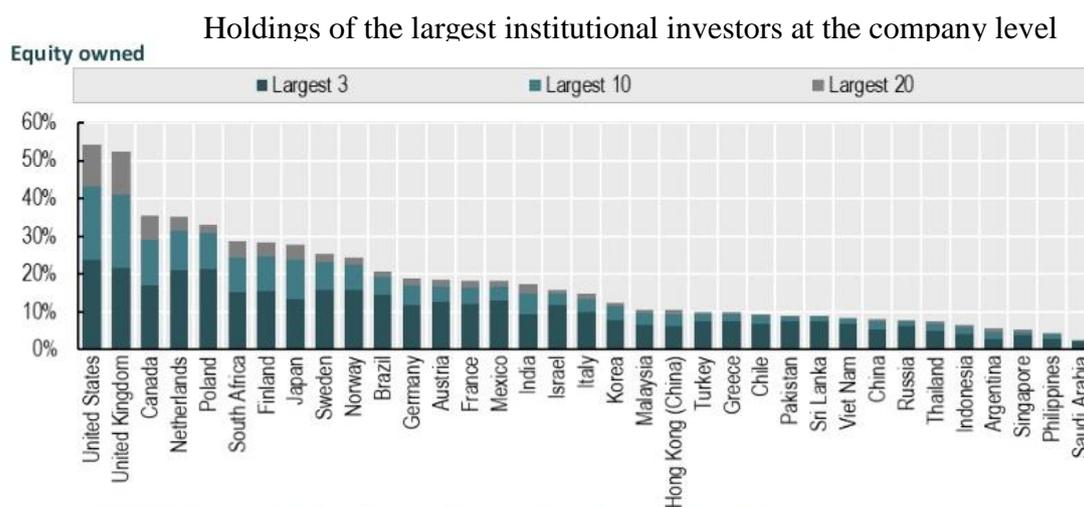
OECD 代表 Alejandra Medina 及 Kenta Fukami 介紹全球上市公司的主要股東結構為何，是誰持有這些上市公司，這些股東又扮演怎樣的角⊂，如何監督公司，並以個別公司角度分析持股集中度，另機構投資人在股票市場的重要性越來越高，公部門的持股也對上市公司有一定影響性，了解以上這些問題可協助主管機關制定並推動相關公司治理政策。

### 二、全球上市公司股權結構分析

上市公司股權主要由 4 類投資人持有：機構投資人、公部門、私人公司及策略性投資自然人，以全球股票市場的角度來看，機構投資人持有 31 兆美元，占比約 41%，公部門持股約 14%、私人公司持有 11%，另策略投資自然人持有 7%。各國上市公司的持股情形亦有分別，美國及英國市場由機構投資人主導，持股大於 50%，中國、香港及沙烏地阿拉伯則是公部門持股最高，智利、印度及印尼等市場的私人公司持股則占有重要一席之地。



機構投資人在各國市場都屬於主要投資人之一，且呈現成長趨勢，其重要原因之一為各國退休金制度的改變，自以往可能採一筆給付方式變為年金給付方式，導致各國退休管理基金規模大幅成長。機構投資人持股在某些市場有特別集中情形，如美國、英國、加拿大、荷蘭，其前 10 大機構投資人合計持股比例約高於 29%，美國及英國前 20 大機構投資人合計持股更超過 50%。

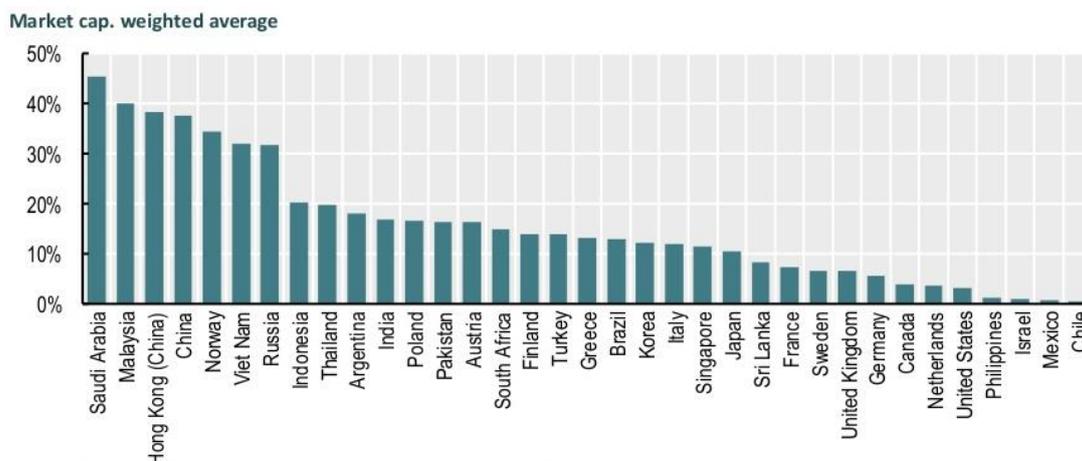


Source: OECD (2019), Owners of the World's Listed Companies, FactSet, Thomson Reuters, Bloomberg.

為了促使機構投資人關注被投資公司營運情形，積極參與股東會行使投票權，OECD 統計 25 個市場設有強制規定要求機構投資人應揭露其投票政策，14 個市場更要求機構投資人應揭露實際投票紀錄，而除了法規強制要求外，另外一種作法是以「治理守則」鼓勵機構投資人揭露投票政策或投票紀錄。然而 OECD 也發現，此類法規要求或鼓勵措施未必能有效提升機構投資人參與投票的品質，某些機構投資人係高度依賴投票顧問的建議，因為參與公司決策並非其主要經營模式之一。

公部門持有全球股票市場約 14% 股權，除了由各國中央政府及地方政府持有，另主權基金及公部門的退休基金也占有一席之地。全球約有 8% 上市公司屬於公部門持股過半企業，下表可以看見沙烏地阿拉伯、馬來西亞、香港、中國大陸、挪威、越南及

俄羅斯均屬公部門持股較高(>30%)之股票市場。



Source: OECD (2019), Owners of the World's Listed Companies, FactSet, Thomson Reuters, Bloomberg.

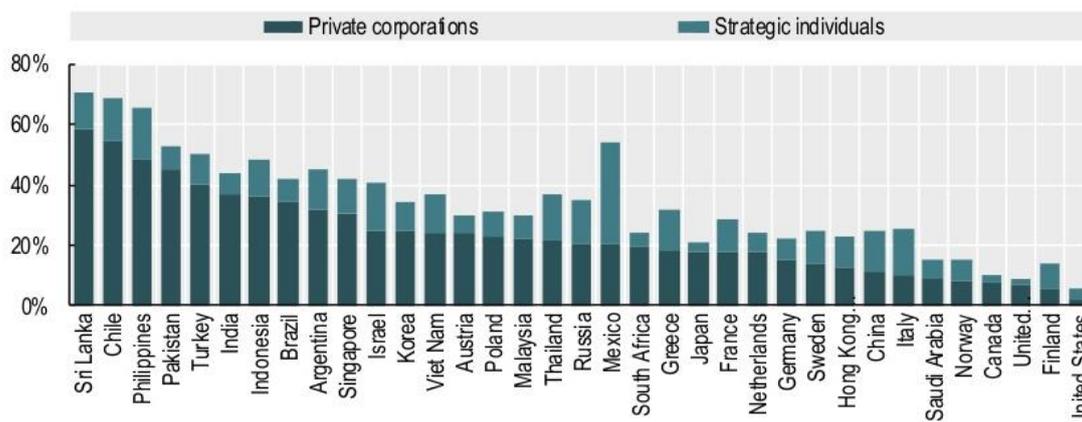
公部門持股較高的公司可能會引發是否有政治因素或國家政策優先而影響上市公司的決策，甚至影響公司獲利表現，本次報告也分析公部門持股比例前 20 大的股票市場，其公部門持股比例與公司績效表現(以 5 年平均 ROE 為比較基礎)的關係，發現其中 11 個市場，績效表現較差的公司其公部門持股比例有較高的情形，但僅有香港、印度、波蘭及俄羅斯市場的差距較為明顯(差距超過 10 個百分點)，該報告點出有此現象，並無法確認此間的因果關係。

	Performance			Leverage		
	Low	High	Difference	Low	High	Difference
	Average public sector ownership (in per cent)			Average public sector ownership (in per cent)		
			(percentage points)			(percentage points)
Argentina	8	10	-2.4	6	12	6.7
Austria	9	14	-5.8	12	14	2.4
Brazil	10	8	2.2	3	16	12.7
China	24	18	6.6	16	25	9.3
Finland	5	7	-1.9	4	8	3.6
Greece	5	15	-10.0	10	8	-1.2
Hong Kong (China)	36	15	21.1	20	30	10.2
India	20	8	12.3	11	16	4.2
Indonesia	17	16	0.4	16	16	-0.3
Korea	9	10	-1.1	8	12	3.3
Malaysia	27	20	6.7	19	27	8.1
Norway	4	6	-2.1	7	5	-1.6
Pakistan	5	6	-0.9	8	6	-2.6
Poland	15	1	13.8	8	8	-0.2
Russia	38	15	22.4	26	28	2.1
Saudi Arabia	17	17	-0.2	17	16	-1.1
South Africa	13	12	1.5	13	13	0.4
Thailand	11	6	5.1	7	10	3.1
Turkey	6	5	1.5	5	6	0.9
Viet Nam	19	20	-0.7	15	23	7.7

Source: OECD Capital Market Series dataset, FactSet, Thomson Reuters, Bloomberg; see Annex for details.

私人公司(主要為控股公司)及策略性投資自然人(如創辦人家族)分別持有全球股票市場約 11%及 7%股權，特別在新興亞洲及拉丁美洲國家佔有重要地位，如智利、菲律賓及土耳其的私人公司持股均超過 40%，墨西哥的策略投資自然人則持股高達 34%。

Market cap. weighted average



Source: OECD (2019), Owners of the World's Listed Companies, FactSet, Thomson Reuters, Bloomberg.

了解各國上市公司股權結構後，另再深入分析持股情形可發現各市場均有**持股集中**的現象，前 3 大股東合計持股超過 30%之上市公司比例接近 73%，前 3 大股東合計過半之上市公司比例亦高達 49%，僅有 1%上市公司，其前 3 大股東合計持股小於 10%。

### Ownership distribution by concentration level

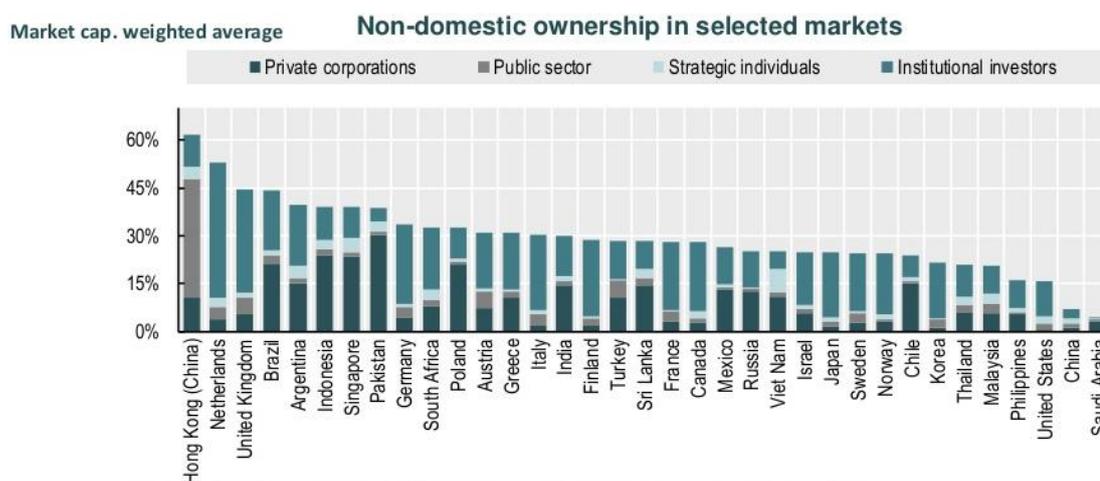


Source: OECD (2019), Owners of the World's Listed Companies, FactSet, Thomson Reuters, Bloomberg.

以個別國家的角度來看，下表顯示多數國家上市公司的前 3 大股東合計持有公司過半股權，即使如美國、英國、加拿大及日本屬於股權較分散的市場，前 3 大股東仍合計持有公司約 25%~30% 股權，顯示股權集中議題不是亞洲市場特有現象。



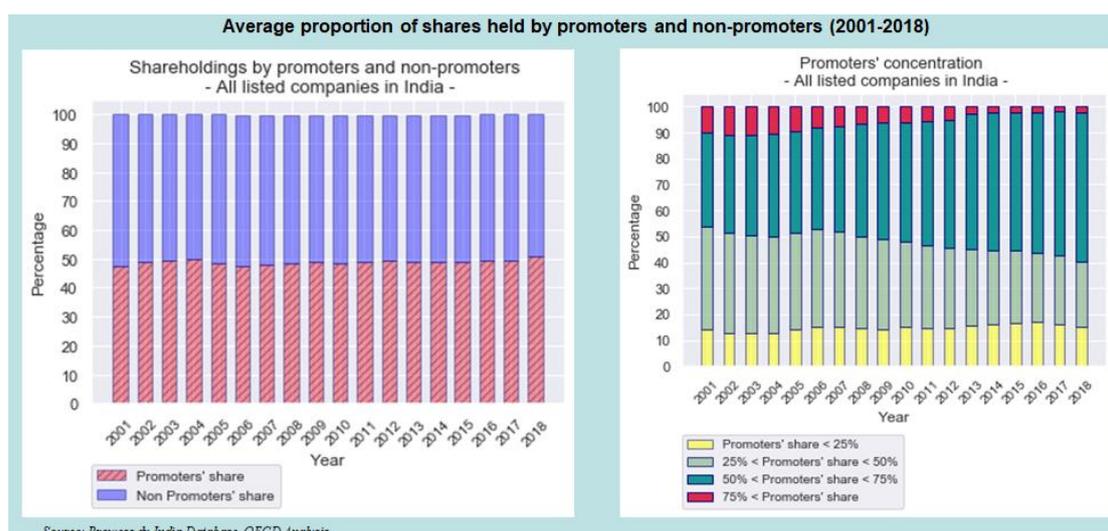
另**跨境投資**也是目前全球股票市場特點之一，各市場平均約有 25% 係由外國投資人持有，但主要的外國投資人類別仍因市場有別，如香港主要的境外投資人是公部門(應來自中國大陸政府)，荷蘭、英國則係來自境外機構投資人，新加坡及印尼又以境外私人公司投資為主，中國大陸及沙烏地阿拉伯則屬外資參與比例較低之資本市場。



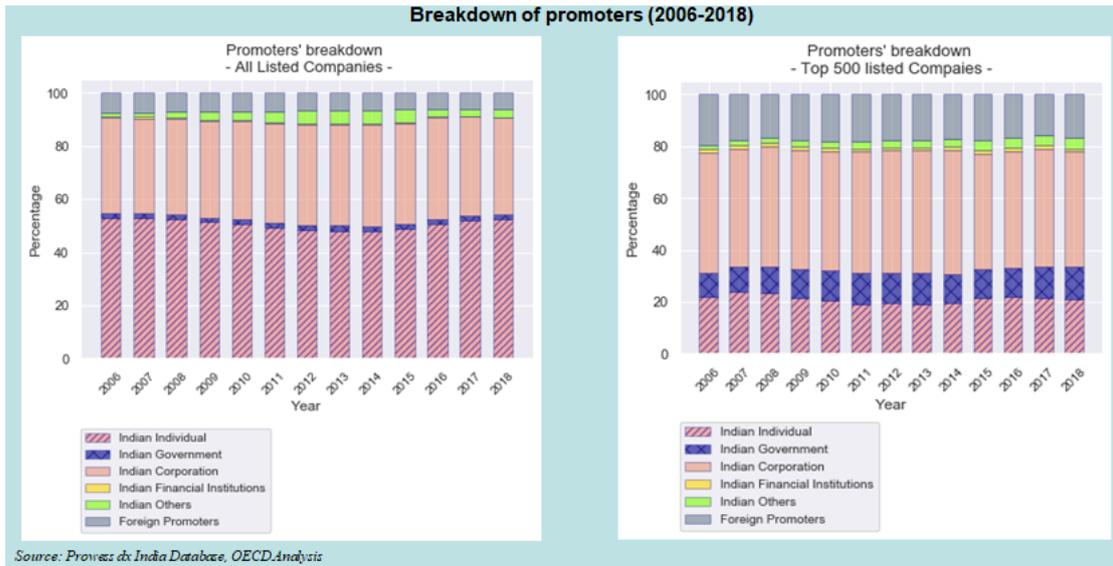
全球各股票市場股東結構或有不同，機構投資人、公部門或私人公司都佔有重要地位，來自境外的投資也相當普遍，對主管機關在政策制定上可能是一種挑戰，為了兼顧市場發展及公司治理，並讓投資人及上市公司都能從全球化風潮中獲得更多收益，建議 G20/OECD 公司治理原則中有關公平待遇，利害關係人權利保護，透明度和法治精神等措施應有效地在各市場實施。

### 三、從上市公司股權結構看印度公司治理

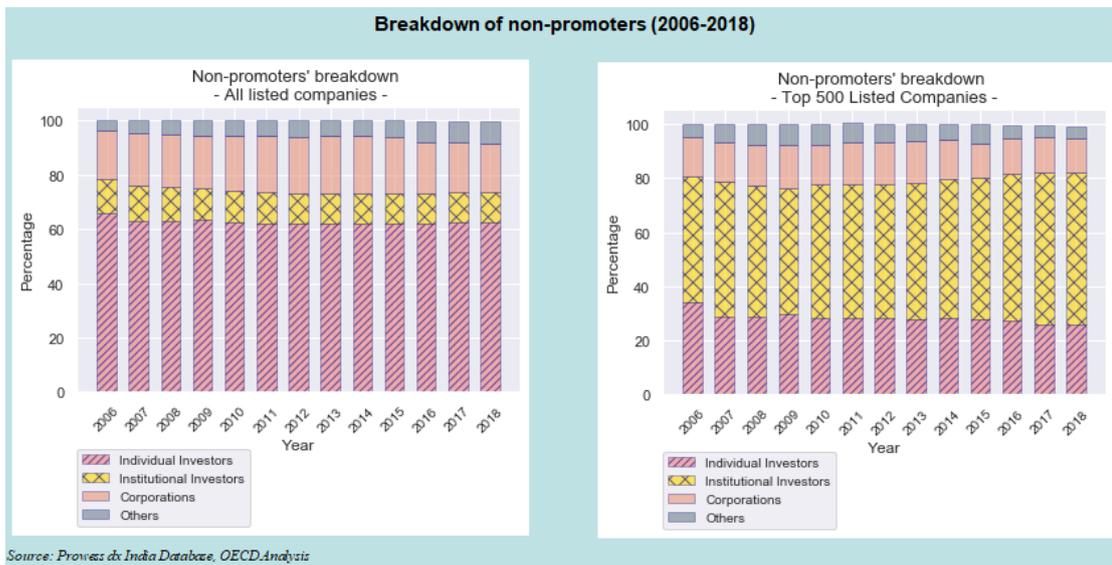
印度如同其他股票市場，上市公司股權集中現象明顯，且多半集中於公司之創辦人家族(promoters)，平均持股比例達 50%，上市前 500 大公司之創辦人家族持股比例甚至要再高出 4.5%。



公司創辦人家族持股的形式主要係以個人持股為主，占比約 45~50%，但如果單獨觀察上市前 500 大公司，創辦人家族主要係以私人企業方式持有股權。

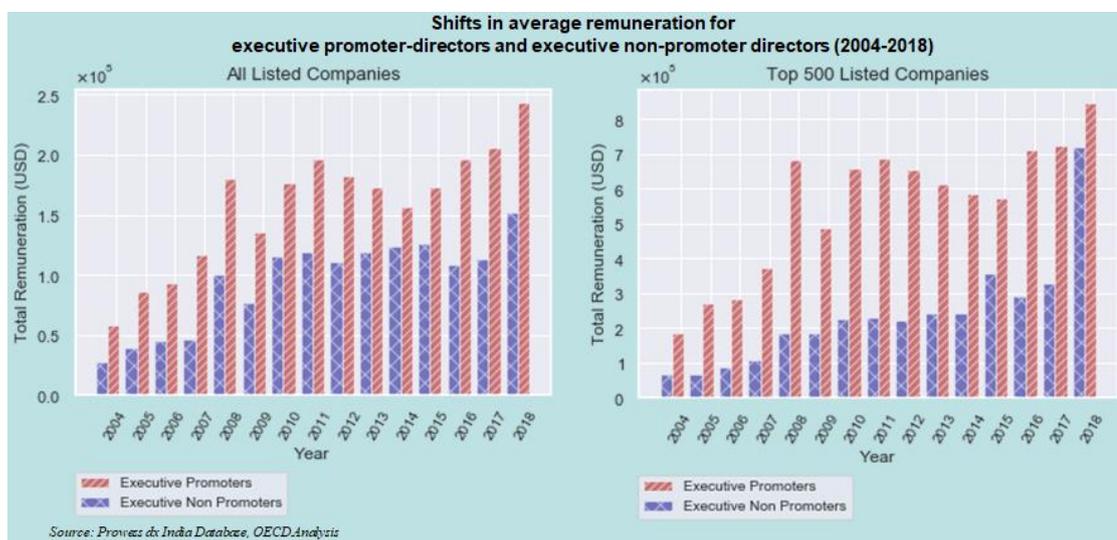


至於非屬創辦人家族之持股分佈，主要由散戶投資人組成，占比約 60%，但上市前 500 大公司之情形有所不同，非創辦人家族部分主要為機構投資人。



在創辦人家族持股比例如此之高的市場，印度之公司治理面臨最大的挑戰就是利益衝突管理議題，創辦人家族可能在某些情況採取有利於他們但不利於小股東之行為，因此要如何要求各公司董事會和管理階層應基於所有利害關係者之利益做出決策，是印度主管機關需要努力的方向，SEBI 亦同步採取相關管理措施：

- (一) **要求揭露股票設質資訊**：創辦人家族持股比例如此之高的市場，揭露其股票有無設質對投資人是很重要的資訊，SEBI 自 2009 年起即要求公司揭露創辦人家族持股設質資訊，並於近期再強化相關揭露制度。
- (二) **董事、經理人之薪酬合理性**：從印度的統計資料可發現，創辦人家族擔任之公司管理階層，所領酬金高於非創辦人家族擔任之管理階層，為了解決支付給創辦人家族擔任董事、經理人不成比例薪酬的擔憂，SEBI 要求如支付給董事的總薪酬超過一定金額，需要股東會特別決議通過。



## 主題五：雙重股權結構如何可行

主持人：Ms. Mary Leung, CFA 學院亞太地區倡導與政策推廣主管

與談人：Mr. Rolf Skog, OECD 公司治理委員會代表

Ms. Catriona Marshall, OECD 公司治理部經濟學者

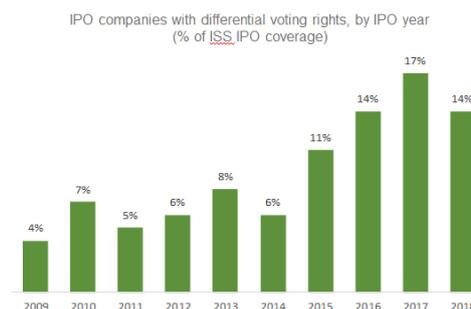
Mr. Amarjeet Singh, SEBI 執行董事

近來雙重股權結構引起諸多討論與關注，東京證交所自 2008 年即允許雙重股權公司上市，香港證交所(HKEX)及新加坡證交所(SGX)則於 2018 年修訂上市規則，允許雙重股權公司上市。中國大陸政府於 2019 年 7 月宣布將通過滬港通、深港通，將雙重股權上市公司引入市場，印度於近期也通過了雙重股權公司上市框架。為使雙重股權結構有效運作並確保利益關係人做出合理決策，應有相關監管及保障等配套措施，本次會議將討論在那些條件下雙重股權架構較為可行，有無可能兼顧市場發展與投資人保護，並借鏡瑞典、香港、新加坡及印度等市場的經驗及規範。

### 一、淺談雙重股權結構的利弊

2014 年前，全球採用雙重股權結構方式 IPO 公司比例僅約 4~8%，2015~2018 年該比例均超過 10%，呈現增加趨勢。2019 年截至 11 月中 IPO 規模前十大公司，有 7 家係採取雙重股權結構方式 (GFL ENVIRONMENTAL、LYFT、PINTEREST、SMILE DIRECT CLUB、PELTON INTERACTIVE、TRADEWEB MARKETS 及 WE CO.)，香港證交所及新加坡證交所過去也因錯過阿里巴巴及 Manchester United 掛牌，而於 2018 年開放接受雙重股權架構公司申請上市，顯示開放雙重

 The percentage of newly listed companies with dual class share structures has surged in recent years



股權架構公司上市是近期資本市場重要措施之一。

然而雙重股權結構允許公司的所有權與控制權分離，這個特性可能造成控制股東與非控制股東間利益更不一致，也可能損害公司所有權及控制權的市場效率，在「同股不同權」制度下受益的股東，可能會以非控制股東（多數股東）的權益為代價謀求私人利益。

對各個市場的主管機關而言，上述的利弊該如何取捨，如果真的要開放雙重股權架構，採取什麼配套措施能有效降低特定股東濫權的風險，或許是一個思考出發點。另外鑒於某些資本結構（即雙重股權）具有重分配股東對於公司政策影響力的效果，G20/OECD 公司治理原則建議，公司應充分揭露相關資本結構或機制，讓股東和潛在投資人有更多資訊做出決定，其中包括：(1)揭露使某些股東能獲得與其股權不成比例影響力的資本安排、(2)同一類別（或同一層級）的股東應一視同仁相同對待、(3)任何影響經濟權或投票權的變更，應由受負面影響之股東同意後方可實施、(4)建立有關監管關係人交易的機制，並鼓勵少數股東參與股東會、(5)確保投資人於取得股票前能獲得有關各類別股份之相關資訊。

## 二、瑞典市場經驗

與談人 Rolf Skog 過去長年擔任瑞典司法部公司法委員會秘書長，此次主要分享瑞典資本市場接受雙重股權結構公司之運作情形。瑞典共有 887 上市公司，總市值約 9,000 億美金，其中約 40% 上市公司擁有雙重股權結構，包括 VOLVO、H&M、Ericsson 等知名公司。

瑞典公司法原則規定 1 股 1 權，但經公司章程明訂，可有同股不同權之設計，投票權比例差異最高為 1:10，且僅有投票權有差異設計，經濟權並無不同。

Rolf 表示，瑞典接受雙重股權結構公司上市對公司治理似乎並無產生明顯的負面作用，另雙重股權結構公司被併購的程度也與其他一

般公司無明顯差異，但強調雙重股權結構應搭配一系列有力的保護少數股東措施，例如 10% 小股東可以要求召開股東會、要求發放股利、指派第 2 位會計師執行審計作業、對公司運作情形提出特別詢問等。其中在股東會決議的運作部分，一般議案係由過半數股東決議通過（包括選任董事會成員），但有關變更公司章程、關係人交易、對特定人增發股份、併購及股利發放等特殊事項，瑞典公司法規定應由符合資格之股東決議通過，藉此加強小股東的權益保障。

### 三、印度市場近期規範

印度於 2019 年通過了雙重股權公司上市框架，主要係因應科技新創產業迫切的需求，此類企業需要透過同股不同權的設計，在募集資金的同時又不致大幅稀釋其對公司的控制權，印度此次主要開放內容及加強配套措施如下：

- (一)採雙重股權架構上市公司之資格條件限制：以科技公司為限，所稱科技公司係指致力運用資訊科技、智慧財產、數據分析、生物技術、奈米科技等提供產品、服務或營運平台之公司。另持有特別投票權股份(superior voting rights, 簡稱 SR 股份)之股東必須在公司擔任主要管理階層，特別投票權與一般投票權的表決權比例最大限制為 10:1。
- (二)SR 股份轉讓限制：SR 股份於 IPO 後應在交易所掛牌上市，但在轉換為普通股之前係閉鎖狀態，發起人之間不得轉讓所持有之 SR 股份，亦不得辦理抵押設定。
- (三)SR 股份總限制：SR 股份占公司已發行股份比例不得超過 74%。
- (四)落日條款：
  - 1、SR 股份於上市後 5 年應轉換為普通股，得經股東會決議延長 5 年(該次決議 SR 股份不得參與表決)，以延長一次為限。
  - 2、發生 SR 股東死亡或辭任情事，或因併購致原 SR 股東不再擁

有控制權，原 SR 股份將轉換為普通股。

(五)其他加強公司治理要求：

- 1、董事會 2/3 成員應由獨立董事組成。
- 2、審計委員會應僅由獨立董事組成。
- 3、就特定決議事項，SR 股份與普通股股份係相同表決權，即回歸 1 股 1 權，包括：(1)獨立董事及簽證會計師選任案、(2)涉及 SR 股東之關係人交易案、(3)公司章程變更案、(4)股份下市或股份買回之特別決議案、(5)超過一定金額之重大資產交易案、(6)將資金運用於業務以外目的、(7)公司自願清算案、(8)其他依據 SEBI 通知新增之規定。

藉由上述配套措施，SEBI 期許順利引入雙重股權公司在印度市場掛牌，同時盡可能兼顧保護小股東權益。

#### 四、其他市場經驗

主持人 Mary Leung 另提供香港、新加坡及印度有關雙重股權結構上市規則之整理：

#### DCS rules in Hong Kong, Singapore and India

	HKEX April 2018	SGX June 2018	SEBI August 2019
Enhanced CG measures	Yes	Yes	Yes
Restriction on share transfers	Yes	Yes <sup>1</sup>	Yes
Restriction to new issuers	Yes	Yes	Yes
Minimum market capitalization	~US\$1.3bn	~US\$200m	N/A
Maximum voting differentials	Yes; 10-to-1	Yes; 10-to-1	Yes; 10-to-1
Automatic conversion on retirement / incapacity / death of founder	Yes	No <sup>1</sup>	Yes
Time-based sunset provisions	No	No	Yes
Unique stock code	Yes	Yes	No
Restriction to particular industries	Yes	No	Yes

Note: (1) Conversion to ordinary shares may be averted if voted through by unaffiliated shareholders

Source: HKEX, SGX

香港、新加坡及印度市場均針對採取雙重股權結構上市公司提出較高的公司治理標準，包括要求董事會或功能性委員會提高成員獨立性，特殊事項應回歸 1 股 1 權表決方式，同股不同權之投票權差異最大上限為 10:1，並限制此類股份之次級市場交易。香港及新加坡市場另針對此類上市公司設定最低市值要求，印度係唯一有設定明確退場時點(5 年)規範的市場。

此節礙於時間因素，現場較無反對雙重股權結構的意見，但可以發現各個已經開放雙重股權結構的市場仍設有程度不一的配套措施，目的仍是在於保護少數股東權益以免原始股東濫權，因此開放雙重股權結構是否適合亞洲每個資本市場可能尚有討論空間。

## 主題六：東南亞國家公司治理之最新發展

主持人：Ms. Julia Tay, 安永(EY)亞太地區公共政策負責人

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

與談人：Ms. Tin May Oo, 緬甸證券交易委員會委員

Ms. Le Thi Thu Hang, 越南國家證券管理委員會公司監理部  
副部長

Mr. Alex Ooi Thiam Poh, 馬來西亞審計監督委員會(AOB)執  
行官

Mr. Erry Riyana Hardjapamekas, 印尼公司董事學會董事

此節邀請了緬甸、越南、馬來西亞及印尼代表分享各國公司治理最新發展及挑戰，由於各國文化背景、法律架構、經濟發展程度有所不同，對於公司治理應如何執行及推動有一定影響，此次討論也特別聚焦於各國會計與審計準則標準、會計師獨立性與公司治理發展的關係。

### 一、緬甸公司治理之發展與挑戰

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%，在當地經商發展也更有彈性。同時緬甸證券交易委員會(Securities and Exchange Commission of Myanmar, SECM)、緬甸投資暨公司管理局(Directorate of Investment and Company Administration, DICA)與 OECD 於 2018 年 11 月簽訂 MOU 後，於 2019 年 1 月成立諮詢委員會以推動公司治理改革，主要推動事項包括引進獨立董事、建立內控制度、設置審計委員會及提升資訊揭露，並預計於 2020 年完成新版公司治理指引。

推動項目	推動期程	上市公司	股東超過 100 人之 公開發行公司
一年至少召開 4 次董事會	2020 年 10 月	強制	強制
至少設置 1 席獨立董事	2020 年 10 月	強制	非強制
設置審計委員會	2020 年 10 月	強制	非強制
建立確保審計委員會有效 運作之制度	2021 年 10 月	強制	非強制
監督並揭露內控制度	2021 年 10 月	強制	強制
說明關係人交易之必要性	2021 年 10 月	強制	強制

緬甸目前僅有 5 家上市公司，在協助經濟發展的同時要如何兼顧良好公司治理是現階段要面對的一大議題，緬甸當局採取與多方單位共同合作，如與 OECD 共同研議公司治理事項，作為各公司可長期遵循之進步方向，並採用彈性比例監理原則，針對上市公司有較高標準要求，但考量公司治理認知及意識普遍不足，且缺少市場監督機制，故在初期仍是先採用強制規定，逐步推動最佳公司治理實務。

## 二、越南公司治理之發展與挑戰

越南近 20 年來經濟成長快速，帶動資本市場蓬勃發展，目前有胡志明市證券交易所及河內證券交易所，共計 745 家公司掛牌上市。

越南現行證券交易法規與 G20/OECD 公司治理原則尚有不小差距，上市公司及未上市之公開發行公司對公司治理觀念普遍微弱，多數公司僅願意遵守法律最低規定要求，但越南公司數量成長快速，整體市場在未來數年間有提升公司治理規範的動機，以接軌國際規範並吸引外國投資人，越南國家證券管理委員會(State Securities Commission, SSC)作為推動越南公司治理之主要單位，為保護投資人權益，致力於提升公開發行公司之資訊揭露透明度，尤其是財務報告揭露品質，包括 SSC 要求符合特定資格條件之會計師事務所方可提供公開發行公司審計服務(2019 年，越南 200 家會計

師事務所中僅有 24 家屬合格會計師事務所)，SSC 每年定期檢視且於 11 月公布合格會計師事務所名單。另越南上市公司仍未採用 IFRS 編製其財務報表，SSC 已著手推動導入 IFRS，依據其導入 IFRS 藍圖規畫，2022~2025 年將先選出幾家標竿企業採用 IFRS，自 2025 年起則強制要求國營企業、上市公司及大型未上市公開發行公司採用 IFRS 編製財務報表。越南代表 Le Thi Thu Hang 表示，導入 IFRS 將可預見各企業財務報表編製成本將大幅增加，且各相關單位均需要長時間因應，因此規劃兩年準備，自 2022 年起試行，2025 年始全體適用，為了提供投資者及時正確且具有全球比較性之財務報表，準確評估各公司經營狀況，符合 G20/OECD 公司治理原則，採用國際會計標準是勢在必行之措施。

### 三、印尼公司治理之發展與挑戰

印尼金融服務管理局(Otoritas Jasa Keuangan, OJK)成立於 2011 年，負責證券市場監管並擔任推動公司治理最主要單位，參考世界銀行、東協資本市場論壇及亞洲公司治理協會等單位提出之公司治理標準與實務，於 2014 年 1 月發布該國公司治理藍圖，作為上市公司實踐良好公司治理及遵守法規之參考，並陸續新增或修訂年度財務報告、股東會、董事會成員、提名委員會暨薪酬委員會、審計委員會、公司秘書、內部稽核等相關法規以完善公司治理實務，且於 2015 年針對上市公司發布公司治理守則，採用遵守或解釋(comply or explain)原則，印尼近 5 年(2014~2018)在東協公司治理計分卡得分自 57.27 分上升至 72.57 分，顯示其一系列措施已有初步成效。

## CG Regulatory Reform

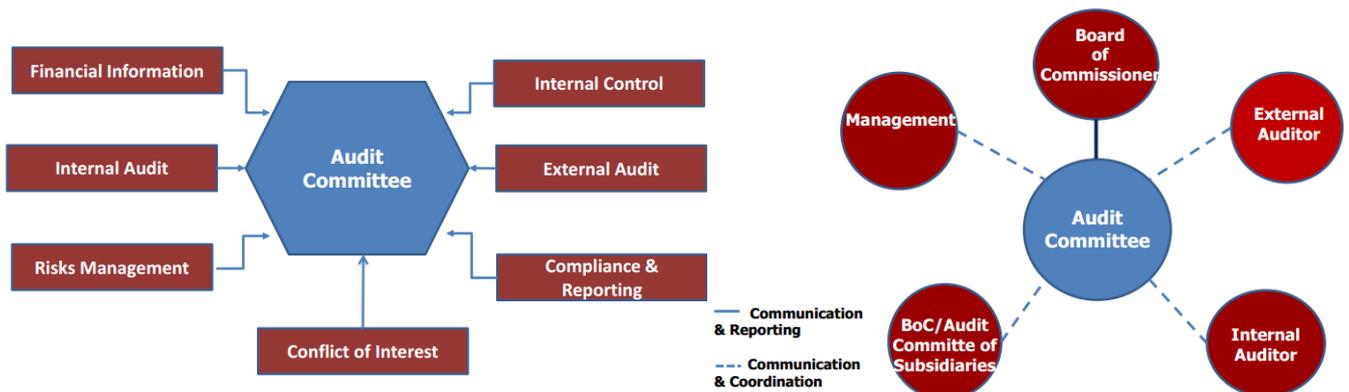


ACMF = Asean Capital Market Forum  
 ROSC = Report of Observance Standard & Code  
 ACGS = Asean Corporate Governance Standard & Code

ACGA/CLSA : Asian Corporate Governance Association  
 OJK = The Indonesian Financial Services Authority  
 PLCs = Public Listed Companies

### Impose 'Comply or Explain Rule' to CG Code for listed companies, 2015

依據 OJK 於 2015 年 12 月發布之審計委員會相關規則，審計委員會成員至少 3 人，且至少一位係獨立成員，並應由獨立委員擔任主席，主要發揮功能包括協助董事會確認財務報表資訊之正確性、內部控制制度是否有效、內部及外部稽核、風險管理、法律遵循及報告、利益衝突管理等。上市公司之簽證會計師應先由審計委員會綜合評估會計師之專業、經驗、獨立性、查帳費、審計範圍、審計方法等因素，提出適合之人選後，經股東會選任決定。印尼代表 Erry Riyana Hardjapamekas 也強調吹哨者制度對公司治理之重要，審計委員會應建立並監控公司揭弊政策是否有效，確認所有員工或利害關係者勇於揭弊之同時可受到良好保護。



#### 四、馬來西亞公司治理之發展與挑戰

如同一開始的簡報提及的 G20/OECD 公司治理原則，為了營造透明且有效率的資本市場，提供投資人可信、有品質的財務報表是很重要的一件事，會計師在此生態系統扮演一個極重要的角色。在馬來西亞，所有上市公司必須依照馬來西亞財務報告準則(MFRS)編製財務報表，而 MFRS 是與 IFRS 標準完全相同的框架，換言之，馬來西亞上市公司係依照 IFRS 標準編製財務報表。另馬來西亞於 2010 年成立審計監督委員會(Audit Oversight Board, AOB)，是一獨立審計主管機關，旨在促進經查核簽證之財務報告之品質及可信度。

探討馬來西亞審計服務市場的集中度，目前馬來西亞約有 40 家合格註冊會計師事務所，其中 6 家主要會計師事務所提供 60% 上市公司審計服務，然大型上市公司傾向由大型會計師事務所負責，實際上由 6 大會計師事務所提供審計服務之上市公司占全體市值 95%。過去兩年，AOB 持續加強執法，如針對某些案件祭出高額罰款，甚至達到會計師收取審計公費的 3 倍，讓市場了解會計師應對其查核簽證之財務報表品質負起責任。另配合國際間要求辦理審計之事務所合夥人輪調的期間調整規定，AOB 也強化其登記標準，要求事務所至少有 3 位合夥人。透由上述努力，馬來西亞持續致力提升審計品質，強化投資人對上市公司財務報表之信心。

### 第三章 心得感想及建議

此次參加 2019 年亞洲公司治理論壇，透過各場次的與談人分享，除瞭解亞洲各國公司治理發展情形，也能借鏡各國推動新制度及改革的經驗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實務經驗，提出以下心得及建議：

#### 一、於推動公司治理與發展資本市場間取得良好平衡，建議持續觀察其他國家引入雙重股權結構上市制度之實施情形

發展資本市場的成功關鍵因素之一在於建立投資人對於市場的信心，因為一旦發生重大弊案事件，要重新恢復投資信心是耗力費時，透過本屆論壇可瞭解各國公司治理發展情形，如緬甸屬於剛起步的市場，其借鏡成熟市場的經驗同步推動公司治理，在發展資本市場的早期階段就灌輸公司應重視公司治理的觀念，顯示發展資本市場與公司治理並非無法兼顧。其次，成熟市場同樣有類似的狀況，在現今全球各交易所競爭程度越來越激烈，各國無不想要吸引最優質的企業在當地掛牌上市，但在考量開放新制度或新規定的同時，仍要兼顧公司治理及保護投資人的立場。

本次許多與談人分享某些市場開放雙重股權結構公司上市制度，也多次強調應該搭配各種有效的配套措施以兼顧小股東權益保障，至於配套措施的內容及執行強度就要視各市場發展情形而定。我國散戶投資人比例相較歐美市場仍高，基於保護小股東權益，尚不宜推動採行同股不同權上市制度，建議可持續觀察其他國家的實施情形，特別關注相關配套措施之成效，是否能確實減少控制股東濫權之風險。

#### 二、要求公司實際決策者權責相符，杜絕非常規交易情事

大型企業集團的成立在全球各地越來越普遍，同一集團可能有多家公司在各資本市場掛牌上市，而各公司的經營管理階層應基於自己公司之股東權益執行業務及作出決策，而非聽從集團藏鏡人指揮，因為當有權做決定的人毋須負起對應的責任，將增加利益輸送等不當交易行為的誘因及風險，並對公司治理產生重大

危害。

在集團治理的主題中，關係人交易議題是各國與談人著墨相當多的部分，為了減少關係人交易中圖利對方的可能性，最嚴格的做法是要求該交易應經過獨立的審計委員會、董事會、甚至提股東會決議通過。我國於「公開發行公司取得或處分資產處理準則」規定，重大之資產交易應經審計委員會全體成員 1/2 以上同意，並提董事會決議，且針對關係人交易要求應取具專業估價者出具之估價報告或會計師意見，另上市上櫃公司治理實務守則亦明訂上市上櫃公司與其關係企業間有業務往來者，應本於公平合理之原則，就相互間之財務業務相關作業訂定書面規範，對於簽約事項應明確訂定價格條件與支付方式，相關規範之用意均在於杜絕非常規交易情事。另公司法第 8 條亦明訂公司之非董事，而實質上執行董事業務或實質控制公司之業務經營者，與公司法董事同負民事、刑事及行政罰之責任，係採實質董事觀念，確認控制股東在法律上應負的責任。

### **三、持續觀察機構投資人盡職治理資訊揭露品質及其參與程度，強化機構投資人對公司治理之影響**

本屆論壇也從各國市場的投資人結構探討公司治理議題，其中機構投資人(包括保險公司、退休基金、共同基金等)近 10 年持股比例大幅上升，已成為最主要的投資人類別，其扮演的角色重要性越來越明顯。此外，退休基金多搭配被動投資策略進行其資產管理配置，而被動投資策略可能會忽略對個別公司風險審查，本次也有基金經理人於論壇發表意見，認為他們雖然是採取被動投資策略，但仍會積極行使股東權利及參與公司投票，然而基金經理人要負責管理的公司數量過多，可能無法與每一家公司充分溝通，實務上也會遇到公司不理會其所提建議之情形。

我國市場之機構投資人同樣占有重要地位，自 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，截至 2019 年底，已有四大基金、銀行、保險、證券商、投信及外資機構等 149 家

機構投資人簽署該守則。另為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，公司治理中心已於 2019 年 12 月 30 日首次公布較佳實務遵循之簽署人名單，鼓勵機構投資人推動公司治理及善盡其企業社會責任，同時將較佳的政策、遵循聲明、盡職治理報告相關的盡職治理資訊揭露內容彙整為「機構投資人盡職治理資訊揭露建議」，作為機構投資人未來揭露盡職治理資訊的參考，建議未來可持續觀察機構投資人盡職治理資訊揭露品質、參與程度及市場機制的發揮情形，適時修正機構投資人盡職治理守則，以強化機構投資人對公司治理之影響。

#### **四、加強公司股權結構資訊透明化，揭露最終受益人股權資訊**

公司的股權結構特性可能衍生不同的公司治理挑戰，其中股東持股集中度是最值得關注的議題。公司的股權如果係由眾多小股東持有，此時股東們將較無動機積極行使其股東權利或監督公司經營團隊，因而產生股東與經理人間之代理問題；另一種情形是公司股權由少數主要股東控制，此時產生的公司治理挑戰是大股東與小股東間之代理問題，因為控制股東可能濫用其權力而作出有利自身利益但不利公司長遠發展的決策。從本次論壇分享之各市場資料可以發現，新興市場及成熟市場之上市公司均有股權集中的特性，但美國、英國、加拿大及荷蘭的公司股權主要是集中在機構投資人，亞洲市場的公司股權則主要集中在其他可能屬控制股東掌控的私人公司。

我國為了協助投資人能更即時瞭解公司主要股東結構，已於 2020 年 1 月 21 日對外預告修正財報編製準則，明定上市櫃公司應在每季財務報告揭露其股權比率達 5% 的股東名稱、持股數額及比例，因此未來上市櫃公司於股東會年報及按季公告的 4 個季報，均應揭露主要股東資訊，相當一年要揭露五次；另現行規定亦要求公司於年報揭露主要法人股東(法人董事、監察人或前 10 大股東)之前 10 名股東名稱，讓投資人可以了解公司主要股東透過各法人綜合持股情形，以上規範目的均在促使上市櫃公司股權資訊更加透明。未來財報編製準則發布後，建議可注意各公司資訊發布情形及對提升股權資訊透明度的實施成效，落實揭露最終受益人股權資訊。

## 附件資料

附件 1：議程資料

附件 2：簡報資料