

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「2024年OECD亞洲公司治理 圓桌論壇」報告

服務機關：金融監督管理委員會

姓名職稱：證券期貨局陳怡均副組長、李志偉專員

派赴國家：菲律賓

出國期間：113年12月10日至13日

報告日期：114年3月5日

目 錄

第一章 前言	1
第二章 出席圓桌論壇紀要.....	3
主題一：「菲律賓資本市場介紹及公司治理發展」	4
主題二：「企業永續發展現況」	9
主題三：「亞洲證券交易所之未來」	14
主題四：「機構投資人議合」	17
主題五：「視訊股東會之政策與實務」	24
主題六：「亞洲成長型股權市場」	30
主題七：「董事會層級之功能性委員會於公司治理的角色」	35
第三章 心得感想及建議.....	39
一、 持續深化機構投資人與被投資公司間的議合	39
二、 逐步完善永續資訊揭露制度，接軌 IFRS 永續揭露準則規定	39
三、 發揮功能性委員會的職能有賴提升成員組成的多元性及專業性	40
附件資料.....	41

第一章 前言

一、背景說明

亞洲公司治理圓桌論壇（The Asian Roundtable on Corporate Governance）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，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等所成立之區域性圓桌論壇，藉由支持與 G20/OECD 公司治理原則一致之良好公司治理政策與實務，及透過各國就其公司治理推動情形進行經驗分享及交流，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。

OECD 公司治理委員會自 2021 年 11 月啟動檢視修正公司治理原則，於 2023 年 9 月正式發布，新版《公司治理原則》新增「企業的永續及韌性（Sustainability and resilience）」章節及新增內容 II.C.3.「應允許股東以視訊方式出席股東會，並注意召開視訊會議時股東參與及發問之權益應受保障」，公司治理圓桌論壇連續 2 年度討論議題均包括企業的永續發展情形及視訊股東會的政策實務專題。

二、出席會議目的及過程

本次亞洲公司治理圓桌論壇訂於 2024 年 12 月 11 日至 12 日在菲律賓馬尼拉舉行，會議由菲律賓證券監督管理委員會（Securities and Exchange Commission Philippines，下稱菲律賓 SEC）主辦，依往例由日本政府提供財政支持，議程內容包括「菲律賓資本市場介紹及公司治理發展」、「亞洲企業永續表現」、「亞洲證券交易所的未來」、「機構投資人議合」、「視訊股東會之政策與實務」、「亞洲成長型股權市場」以及「董事會層級之功能性委員會於公司治理的角色」等 7 場專題研討，本次出席會議人員來自超過 20 個亞洲經濟體、國際組織及 OECD 國家之代表（我國參加人員除本會代表（證券期貨局副組長陳怡均、專員李志偉）出席外，尚有臺灣證券交易所公司治理部（副理謝兆恩、專員黃于珊、專員駱芷葳），及櫃買中心（經理黃文君、專員曾子殷）共同出席），參加該會議

得以瞭解國際間所關注公司治理及永續發展之重點及趨勢，及東協國家的公司治理發展情形等，供本會作為研議我國永續發展及公司治理規範之參考。

本次會議期間，本會出席代表於場邊亦與新加坡金融管理局、香港證監會、菲律賓 SEC、多國交易所代表（新加坡、香港、馬來西亞、菲律賓）、亞洲開發銀行、香港董事學會等單位交流，並告知 2025 年將舉辦臺北公司治理論壇活動資訊。

第二章 出席圓桌論壇紀要

本次會議首先由主辦國菲律賓財政部部長 Mr. Ralph G. Recto、菲律賓 SEC 主委 Mr. Atty. Emilio B. AQUINO 及 OECD 副秘書長 Mr. Yoshiki TAKEUCHI（武內良樹）致詞，菲律賓財政部部長表示，菲律賓致力於促進企業健全的公司治理，以提升經濟效率並確保企業經濟成長，於 2011 年通過制定《國營事業治理法》（Government-owned and controlled corporation (GOCC) Governance Act），改革提升國營企業的績效，使其能做出更具策略性與影響力的決策，嗣於 2018 年修訂《公司法》及《證券交易法》，進一步強化公司治理架構，奠定資本市場的發展基礎，未來更需隨著法律環境、科技進步及全球經濟動態的變動，公司治理亦需加速適應，以確保菲律賓資本市場能與全球接軌，並保持競爭力。OECD 副秘書長武內良樹先生則表示，OECD 首次針對菲律賓資本市場進行全面評估並發布報告《OECD Capital Market Review of the Philippines》，菲律賓是亞太地區成長最快的經濟體之一，具備年輕有活力的勞動力及快速成長的中產階級，報告並針對「強化公司治理」、「協助企業進入公開股權市場暨提升其吸引力」、「提升次級市場流動性」、「發展債券市場」、及「深化投資者基礎」等五大面向提出具體建議。

接續進行「菲律賓資本市場介紹及公司治理發展」、「企業永續發展現況」、「亞洲證券交易所的未來」、「機構投資人議合」、「視訊股東會之政策與實務」、「亞洲成長型股權市場」以及「董事會層級之功能性委員會於公司治理的角色」等主題相關簡報及與談，茲分述重點如下。

主題一：「菲律賓資本市場介紹及公司治理發展」

主持人：Ms. Cathy YANG, Financial journalist

與談人：Dr. Carmine DI NOIA, Director for Financial and Enterprise Affairs,
OECD

Dr. Jesus P. ESTANISLAO, Chairman, Center for Excellence in
Governance

Mr. Mcjill Bryant T. FERNANDEZ, Commissioner, Securities and
Exchange Commission Philippines

Mr. Ramon MONZON, President and CEO, Philippine Stock Exchange

一、菲律賓資本市場簡介

OECD 針對菲律賓資本市場進行全面評估並發布報告《OECD Capital Market Review of the Philippines¹》，自 2008 年全球金融危機以來，菲律賓的 GDP 成長率長年保持在 6% 以上，僅在 2020 年出現大幅下滑，旅遊業及服務業的穩健復甦幫助經濟反彈，並使其回到成長的軌道。過去十年，資本投資逐漸成為推動經濟增長的重要因素，然而，以市場為基礎的籌資規模仍然偏低，體現在股票市場與債券市場的活動有限，總體而言，與其他較進步的東協國家相比，銀行和資本市場對非金融企業的籌資較低，阻礙了許多企業獲得外部籌資。為實現《菲律賓發展計劃》(Philippine Development Plan, PDP) 設定的 2024-2028 年 6.5% 至 8% 的 GDP 成長目標，菲律賓需要填補基礎設施投資的巨大缺口，並將薪資水平提升至與同儕國一致的水平。為此，菲律賓需要一個運作良好的資本市場，以有效分配經濟資源。

(一) 菲律賓上市公司現況：

進入公開股票市場對於需要籌資的創新公司至關重要，儘管過去十年處於有利的宏觀經濟條件和強勁的經濟成長，菲律賓股市規模仍相對較小，2024 年初菲律賓證券交易所 (PSE) 在主板和中小企業板塊共有 269 家上市公司，總市值約為 2,340 億美元，約占該國 GDP

¹ https://www.oecd.org/en/publications/oecd-capital-market-review-of-the-philippines-2024_80afb228-en.html

52%，與東協同儕國家（越南、印尼、泰國、馬來西亞、新加坡）相比，菲律賓的上市公司數量最少，市值占 GDP 比例僅高過越南。

(二) 菲律賓主板、中小企業板塊（SME Board）上市條件與東協他國相比更為嚴格：

菲律賓要求公司必須獲利才能在主板上市，而其他一些東協國家則提供更多的彈性，如印尼、馬來西亞和新加坡均允許未獲利公司滿足特定替代條件（如特定的市值門檻或現金流要求）時亦可申請上市。

Market	Minimum capital requirement	Prerequisite of profitability	Minimum free-float	Operating history	Minimum number of base shareholders
Philippines	PHP 500 million (USD 9 million)	i) Cumulative net income of PHP 75 million (USD 1.4 million) for last 3 years ii) Minimum net income of PHP 50 million (USD 0.9 million) for the most recent year	20% - 33%	3 years	1 000
Indonesia	IDR 100 billion (USD 7 million)	No if other requirements are met such as total assets and cumulative cash flow	10% - 20%	3 years	1 000
Malaysia	MYR 500 million (USD 110 million)	No if other requirements are met such as market capitalisation	25%	3 years	1 000
Singapore	SGD 150 million (USD 111 million)	No if other requirements are met such as market capitalisation and sales	25%	3 years	500
Thailand	THB 300 million (USD 9 million)	i) Cumulative net income of THB 50 million (USD 1.5 million) for last 3 years ii) Minimum net income of THB 30 million (USD 0.9 million) for the most recent year	20%-25%	3 years	1 000
Viet Nam	VND 30 billion (USD 1.3 million)	Minimum return on equity 5% Profitable for two preceding years	10% - 15%	2 years	100

與主板相比，菲律賓中小企業板要求較短的公司成立時間、較低的股權分散程度及較低的財務業績，然而仍要求獲利公司才能上市，而馬來西亞、新加坡和越南等市場並無設置公司獲利的強制條件。

Countries	Market	Minimum capital requirement	Profitability requirement	Minimum free-float	Operating history	Minimum number of base shareholders
Philippines	SME Board	PHP 25 million (USD 0.4 million)	i) Cumulative EBITDA PHP 15 million (USD 0.3 million) for 3 years ii) Cumulative operating revenues or minimum sales PHP 150 million (USD 2.7 million) for 3 years	20% - 33%	2 years	200
Indonesia	Development	i) IDR 100 billion (USD 6.1 million) ii) IDR 200 billion (USD 12.3 million) depending on profitability	i) Operating profit IDR 1 billion (USD 0.6 million) ii) Operating income IDR 40 billion (USD 2.5 million)	10% - 20%	1 year	500
Malaysia	ACE Market	Working capital for 12 months	No profitability requirement but a sponsor is needed to assess listing sustainability	25%	-	200
Singapore	Catalist	No quantitative entry criterion is required, but full sponsors decide if the listing applicant is suitable to be listed		15%	-	200
Thailand	Mai	THB 50 million (USD 1.5 million)	i) THB 10 million (USD 0.3 million) over the last year ii) Positive profit before the application	20%-25%	2 years	300
Viet Nam	UPCoM	VND 30 million (USD 1.2 million)	-	10%	-	100

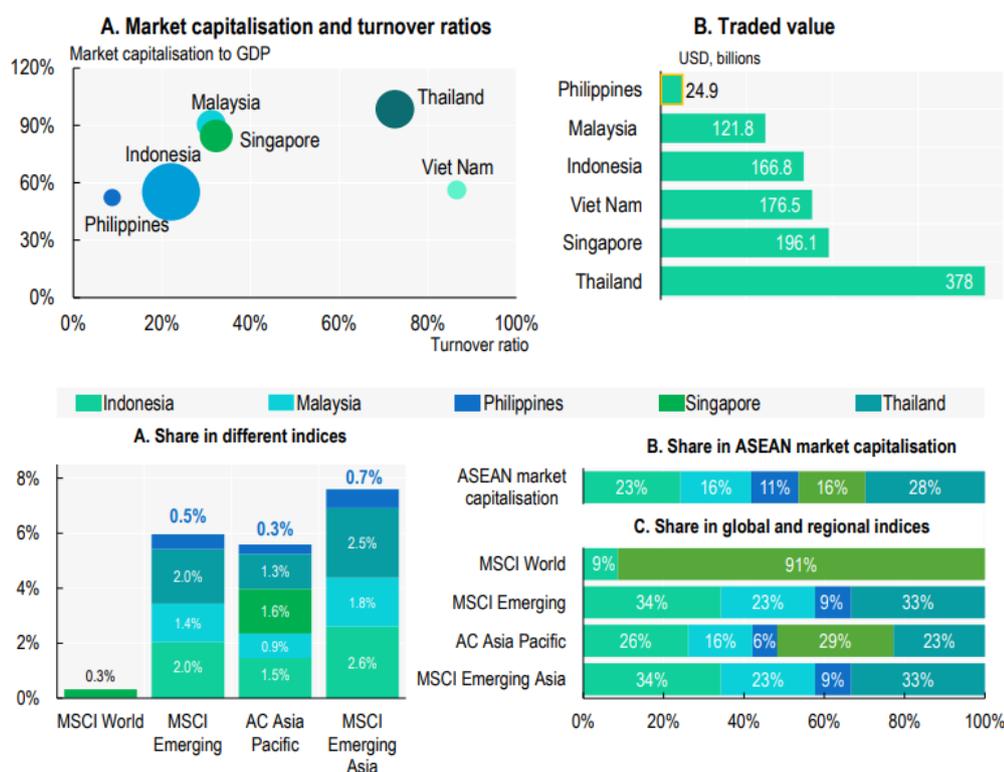
(三)菲律賓公司上市成本：

在各種成本中，證券交易所收取費用通常包括一次性的首次上市費用和掛牌年費，菲律賓證交所收取的費用取決於 IPO 的規模，與其他東協國家相比，菲律賓主板首次上市費用相對較高，至於中小企業板上市費用則與大多數國家大致相同。

A. Cost of listing on main equity markets (USD 150 million market capitalisation)				B. Cost of listing on equity markets dedicated to growth companies (USD 10 million market capitalisation)			
	Total initial fees (% of market cap.)	Annual listing fee (% of market cap.)		Total initial fees (% of market cap.)	Annual listing fee (% of market cap.)		
Philippines	0.10%	0.001%		0.10%	0.01%		
Indonesia	0.01%	0.003%		0.11%	0.05%		
Malaysia	0.01%	0.001%		0.12%	0.02%		
Singapore	0.06%	0.008%		0.24%	0.11%		
Thailand	0.05%	0.001%		0.03%	0.02%		

(四)次級市場流動性差：

菲律賓股票市場的流動性顯著低於其他東協國家，部分原因是自由流通股份比例偏低，影響指數納入可行性和投資者興趣，另交易成本（特別是賣方成本）在處於較高水平，市場缺少高品質的研究報告及造市商亦進一步影響其流動性。



(五)OECD 對菲律賓股票市場所提建議：

自 2000 年以來，菲律賓首次上市公司數量與辦理 IPO 籌集的資金規模均為東協國家中最低，上市過程耗時，且上市要求相比東協國家缺乏彈性，另有許多未上市的大型企業達到了上市標準，且其表現優於上市公司。對於小型企業而言，SME 板塊僅有 10 家企業上市，私募股權市場亦尚未成熟，上市費用較高，且收費結構複雜，另 IPO 稅和印花稅也降低了 IPO 的吸引力，爰此，OECD 提出以下建議：

- 1、設立最低股利發放比例，鼓勵公司提供更高價值的回報並向其股東溝通股利計畫。
- 2、放寬上市條件以鼓勵具有成長潛力的公司、大型未上市企業和國營企業上市，對於中小企業可依據其特色制定更靈活的上市條件，並引入簡化的公開說明書制度。
- 3、簡化 IPO 提交流程並將審核期限制為三個月。
- 4、簡化上市費用收費結構，及設立首次上市費用收取上限。
- 5、透過提高自由流通股份比例，促進整體股票市場流動性並提升菲律賓公司納入主要指數的可行性。
- 6、建立衍生性商品交易市場的監管框架，並協助市場參與者克服障礙。
- 7、進一步推廣個人股權與退休帳戶（Personal Equity and Retirement Accounts, PERA）。

二、菲律賓公司治理發展現況

雖然菲律賓 SEC 與菲律賓證交所已持續改善公司治理，惟仍需進一步提高以增強投資者對國內資本市場的信心，菲律賓公司治理守則雖有制定若干關鍵條款，但執行面仍顯薄弱，另 SEC 職責範疇廣泛，惟其監督與執行所需的資源有限，整體而言，菲律賓在亞洲地區或全球公司治理表現尚有進步空間。

(一)獨立董事、功能性委員會設置現況：

菲律賓董事會獨立性的強制性要求僅為 20%，低於大多數其他東協國家要求 1/3 的董事必須為獨立董事的規定，菲律賓公司治理守則採用「遵守或解釋」框架，建議董事會 1/3 的成員應為獨立董事。另

統計菲律賓約有 38%獨立董事任期已大於或等於 9 年，顯示亦有任期過長而影響其獨立性之情事。

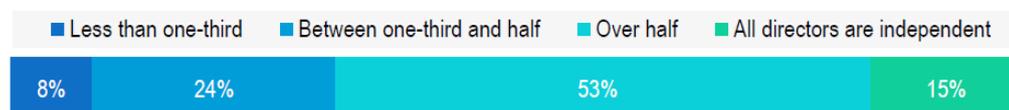
Table 1.1. Key corporate governance requirements for boards of listed companies

Countries	Board independence	Audit committee	Nomination committee	Remuneration committee
Philippines	[20%] (1/3)	Mandatory	Mandatory	Recommended
Indonesia	[30%]	Mandatory	Mandatory	Mandatory
Malaysia	[1/3 or 2]	Mandatory	Mandatory	Recommended
Singapore	[1/3] (Majority)	Mandatory	Mandatory	Mandatory
Thailand	[1/3 or 3]	Mandatory	Recommended	Recommended
Viet Nam	[1 if board size is 1-5 members; 2 if board size is 6-8; 3 if board size is 9-11]	Mandatory	Recommended	Recommended

(二)審計委員會成員尚非全數由獨立董事擔任：

菲律賓公司治理實務守則建議審計委員會成員至少 3 名由合格之非執行董事擔任，惟經統計，仍有 32%公司的審計委員會獨立董事占比未過半，顯示審計委員會有獨立性不足的疑慮。

Figure 1.6. Share of independent directors on the audit committee



(三)OECD 對菲律賓公司治理改革所提建議：

- 1、增加監管機構的資源，並明確其執法與監督公司治理規範的責任，並研究將菲律賓證交所的監管工作和商業發展全面分離，優化 SEC 的職責重點以專注於監督工作。
- 2、依據 2023 年更新的 G20/OECD 公司治理原則對菲律賓公司治理守則進行修訂，特別是強化董事會與審計委員會的獨立性規範，及對對關係人交易和交叉持股的管理。

主題二：「企業永續發展現況」

主持人：Ms. Anne MOLYNEUX, Independent Consultant and Vice Chair of the Corporate Governance Committee, Business at OECD

簡報人：Mr. Serdar ÇELIK, Head of Capital Markets and Financial Institutions, OECD

與談人：Ms. Roberta CASALI, Vice-President for Finance and Risk Management, ADB
Mr. Cezar P. CONSING, CEO, Ayala Corporation

Ms. Sarah COURT, Deputy Chair, Australian Securities and Investments Commission

Ms. Kelly LEE, Senior Vice President, Policy and Secretariat Services, Listing, Hong Kong Exchanges and Clearing Limited

一、上市公司的永續發展現況

第二場專題聚焦上市企業的永續發展現況，會議先由 OECD 代表 Mr. Serdar ÇELIK 簡報，OECD 於 2023 年 10 月 11 日發布亞洲各國永續政策及實務報告（Sustainability Policies and Practices for Corporate Governance in Asia），2024 年再發布一份全球上市公司永續調查報告（Global Corporate Sustainability Report 2024²），資料係 OECD 自倫敦交易所集團（LSEG）及 Bloomberg 資料庫蒐集整理全球上市公司（未納入櫃檯買賣交易市場的公司）相關數據（截至 2023 年 9 月中旬），報告旨在促進企業採納相關治理政策以提升企業的永續與韌性，聚焦於 G20/OECD 公司治理原則中的關鍵議題，如永續資訊揭露、股東與企業對話、董事會職責及利害關係人的權益，報告也為主管機關、政策制定者及市場參與者提供全面數據分析，以滿足其決策需求，就專題簡報及該份發布報告重要內容說明如下。

（一）永續資訊揭露情形：

依 OECD 統計資料顯示，2022 年度全球有 22% 公司有揭露永續相關資訊（市值占比達 86%），另有 14% 公司揭露範疇 1 及 2 的溫室氣體排放資訊（市值占比達 77%），而揭露範疇 3 溫室氣體排放資訊

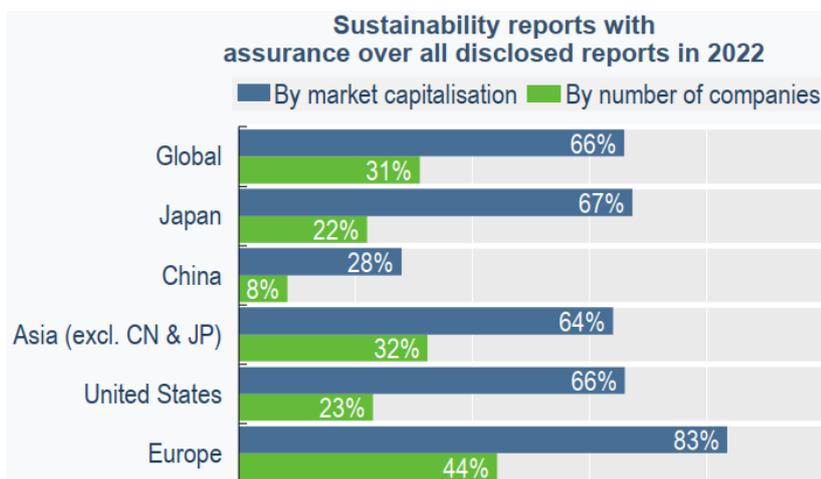
² https://www.oecd.org/en/publications/global-corporate-sustainability-report-2024_8416b635-en.html

尚未普遍，僅 50% 市值占比企業揭露此數據。亞洲市場呈現的數據與全球趨勢類似，揭露永續資訊公司家數比例雖不高，但市值占比已超過 80%，顯示大型公司較有可能揭露永續資訊。



(二) 永續資訊確信情形：

企業永續資訊的確信（Assurance）方式仍未統一，部分地區係由會計師執行，部分地區則由獨立第三方機構執行，經統計 2022 年度全球有 31% 公司的永續資訊有取得外部確信（市值占比達 66%）；另揭露溫室氣體排放資訊的公司中，其中約 3/4 有設定其減排目標，近半數係將 2030 年訂為其目標年度。



(三) 永續資訊揭露監管架構：

OECD 強調，全球對於企業永續資訊揭露的態度已從「是否需要揭露」轉向「如何揭露」的實務討論，受調查的 18 個亞洲市場中，13 個市場已有訂定明確的永續資訊揭露規範，4 個市場採更為軟性的遵循或

解釋監理架構，柬埔寨市場仍留在建議鼓勵階段。另香港、新加坡、澳洲等地區陸續導入 IFRS S1、S2 規範，要求企業強制揭露氣候相關資訊，以提升資訊透明度與投資人信任度，澳洲政府已於 2024 年通過新法，逐步推動企業之氣候財務資訊揭露，並計畫自 2030 年起強制要求第三方確信。

(四) 永續機會與風險的管理：

2022 年度全球有 9% 公司設置相關委員會負責永續機會與風險的管理並直接向董事會報告（市值占比則為 56%），亞洲地區設置的比例略低，僅 5% 公司有成立委員會（市值占比 32%），另全球約有 60% 公司有設定與永續目標相關聯的管理階層薪酬政策。



(五) 揭露溫室氣體排放量最高之前 100 家上市公司統計：

排放量最高的上市公司主要來自歐洲(33%)及美國(29%)，如果細看這 100 家公司的股東結構，仍以機構投資者持有最大股權(41%)，公部門為次要股東(18%)，但這項統計各市場股東結構有明顯差異，亞洲市場(不包括中國、日本)機構投資人持股占比僅 15%，公部門持股高達 42%。



(六) OECD 提出政策重點：

- 1、永續揭露框架應具彈性：永續相關的揭露框架可能需要考量公司現有的能力，保持一定的彈性。
- 2、要求大型上市公司永續資訊取得第三方確信：主管機關可考慮要求大型上市公司就其永續資訊取得第三分確信，亦可思考要求特定永續揭露項目(如溫室氣體排放)取得確信。
- 3、攸關資訊的揭露：主管機構可思考要求或建議公司揭露，對投資人評估公司開發新技術潛力相關的重要攸關資訊。
- 4、股東議合的重要性：前 100 家溫室氣體排放最高的上市公司中，機構投資人持有最大的股權比例，機構投資人可透過股東議合等機制促進企業提升永續表現，並影響企業決策。

二、與談人發言重點

(一) 監管機關如何支持企業應對永續資訊揭露要求：

香港交易所代表 Kelly 表示，港交所 2025 年起將強制要求上市公司揭露氣候相關資訊以逐步與 IFRS S2 接軌，目前企業在 ESG 資料的收集面臨數據來源不足、內部專業人才缺乏等挑戰，因此港交所提供 100 多頁的實施指南，並推出線上學習課程，提供企業參考學習；另亞洲開發銀行 (ADB) 代表 Roberta 說明，ADB 透過政策對話、資金支持與技術援助，協助發展中國家提升永續發展能力，例如 2023 年與印尼、柬埔寨等國合作，協助制訂永續債券發行規範，推動當地企業與金融機構導入 ESG 概念，氣候風險管理不僅是企業責任，也影響國家信用評等，推動永續發展有助於國家吸引國際資本。

(二) 企業如何確保永續資訊的準確性與透明度：

菲律賓 Ayala Corporation 總裁 Cesar 分享，早期對 ESG 標準持懷疑態度，但隨著機構投資人的關注度提升，公司意識到不提升永續管理可能會流失投資人，董事會須明確表態支持永續發展，Ayala 已成立風險管理委員會及永續委員會負責推動永續策略；另澳洲證券投資委員會

(ASIC) 副主席 Sarah Court 回應，澳洲政府已立法強制企業揭露氣候財務資訊，並逐步要求第三方確信，ASIC 會採取「漸進式、務實」的執法方式，以減少企業負擔。針對中小企業的壓力，ASIC 將與大型企業合作，確保對供應鏈的 ESG 數據要求不會過於嚴苛，避免對中小企業造成過度法遵負擔。

(三) 企業如何應對 Scope 3 排放揭露的挑戰：

由於 Scope 3 (供應鏈排放) 揭露最具挑戰性，許多企業難以獲取供應商的準確數據，港交所允許企業使用估計數據 (Proxy Estimates) 來補足資訊，並強調「逐步改善」的原則，而非一開始就要求完全準確，澳洲 ASIC 認為 Scope 3 要求可能對中小企業造成過大壓力，將持續與企業合作確保其對供應商的數據要求不過度影響中小企業營運。OECD 表示企業若要揭露 Scope 3 排放資訊，最合理的方式仍是要求供應商提供數據，但如何確保數據的可信度仍是一大挑戰。

(四) 企業取得確信與成本問題：

澳洲計畫 2030 年起強制要求 ESG 資訊需取得確信，但目前面臨缺乏專業審查人員、成本過高等問題，大企業較願意取得確信，但中小企業可能難以負擔，至香港、新加坡目前僅鼓勵企業自願取得確信，未來可能強制要求，OECD 則建議 ESG 確信應逐步導入，並考慮與財務審計整合，以減少企業負擔，另主管機關可思考如何提高永續資訊的可信度，例如推動第三方確信標準化 (如 ISSA 5000)，另應加速全球永續揭露標準的整合，避免企業在不同國家遵循多種標準，增加法遵成本。

主題三：「亞洲證券交易所之未來」

主持人：Dr. Carmine DI NOIA, Director for Financial and Enterprise Affairs,
OECD

與談人：Mr. Julian Hashim, Chief Regulatory Officer, Bursa Malaysia

Mr. Roel A. REFRAN, Chief Operating Officer, Philippine Stock Exchange

Mr. Michael TANG, Head of Listing Policy & Product Admission, SGX RegCo

Ms. Kanhary You, Director of Listing and Disclosure Department, Cambodia
Stock Exchange

證券交易所所在資本市場中扮演著至關重要的角色，針對上市公司設計相關掛牌與交易規範，以促進有效的公司治理，這些上市規則亦是公司治理框架中法律層面的關鍵組成部分，值得注意的是，儘管許多大型的證券交易所如今已是盈利為目的的公開交易實體，彼此之間存在競爭，但亞洲地區仍有一些證券交易所屬於國有企業，與此同時，政策制定者和主管機關繼續塑造證券交易所設立、監督和執行公司治理標準中的角色。本場專題邀請東協市場數個證券交易所的高階主管，探討各個交易所日常營運面臨的挑戰、如何協助提升公司治理、適應變化的監理架構及對於監理主管機關的期待。

一、證券交易所的演變與挑戰

(一) 從公營機構轉變為營利機構：

過去 30 至 40 年間，證交所多為政府控制的非營利機構，但如今大多數交易所已轉型為獨立的營利公司，且交易所不再如傳統認知僅提供交易服務，而必須具備市場監管、技術開發、數據分析與投資人教育等多重角色，如倫敦證交所（London Stock Exchange, LSE）透過一系列收購，已轉型為全球金融科技與資訊服務集團。

(二) 併購與市場整合趨勢：

除了垂直整合保管及結算等機構，鄰近區域內的交易所水平併購日益頻繁，歐洲的 Euronext 整合法國、荷蘭、比利時等多個國家的證交所，NASDAQ 透過收購 First North Exchange 進入北歐市場，亞洲地區的證交

所則是區域內合作居多，而非完全合併。

(三) 市場流動性的變化與影響：

隨著機構投資人持股比例逐年增加及 ETF 被動投資的興起，由於機構投資人多採取長期持有策略，市場交易頻率降低，進而影響市場流動性，故新加坡與馬來西亞交易所合作推出跨境交易互通機制，希望藉以提升流動性，另 AI、區塊鏈、高頻交易等新科技出現，可能使部分投資人獲取優勢，影響市場運作，監管機構均需應對種種新市場行為。

(四) 證券交易所承擔部分監管職能：

交易所已不僅是交易平台，需承擔市場的監管功能，確保企業即時揭露財務與營運資訊，監督公司治理或 ESG 報告的真實性，協助上市企業遵循國際標準，惟「監管」與「交易所」的角色需明確劃分，才能有效提升監管效率。

二、證券交易所如何協助企業提升公司治理

(一) 證券交易所需確保企業資訊揭露的正確性及即時性：

菲律賓證交所代表強調，交易所的角色不僅是提供交易平台，更是上市公司與投資人之間的「信任橋樑」，因此交易所需確保上市公司提供準確且即時的資訊，必要時須強制執行即時揭露，防止市場出現資訊不對稱情形，且在防制洗錢及投資人保護方面扮演重要角色，如當某些企業涉及洗錢指控或財務異常時，交易所所有權暫緩其上市，以維護市場信任。

(二) 證券交易所推動公司治理與永續發展資訊揭露標準：

多數交易所均有透過上市規則要求企業揭露特定 ESG 資訊，甚至有部分交易所間開始合作建立區域性永續資訊平台，如馬來西亞、泰國與新加坡交易所已簽署合作備忘錄，共同推動永續資訊整合計畫，確保跨境治理標準一致，亦便利上市公司填寫一次 ESG 報告即可適用於多個市場。

(三) 運用新科技協助提升公司治理：

越來越多交易所運用人工智慧（AI）與監管科技（RegTech）強化及監管作業，如新加坡交易所利用 AI 監測市場交易異常行為，減少人工監管負擔，亦正在開發 AI 驗證分析公司年報與永續報告書，檢查是否存在不一致或涉及漂綠的揭露內容，以確保報告的可信度；另新加坡推動 IPO 上市申請的電子化，透過數位化申請流程，申請人需滿足所有要求才能申請上市，有效減輕交易所審查人員負擔，且可作為未來案件參考範例。

(四) 協助提升市場參與者知識與能力：

交易所除負責監管工作，也積極參與企業高層教育，如柬埔寨交易所每年要求上市公司填寫 100 多題治理評估問卷，以協助企業了解自身治理水平，並與全球標準對齊，另針對中小企業提供董事會成員培訓；菲律賓交易所則透過社群媒體與網路關鍵意見領袖（Key Opinion Leaders, KOLs）推廣財經知識，鼓勵散戶投資者參與，提升整體市場的財務素養與公司治理水平；新加坡交易所表示正在開發 AI 驗證董事會永續治理能力，試圖透過 AI 追蹤董事會成員是否曾接受 ESG 相關培訓。

主題四：「機構投資人議合」

簡報人：Dr. Alejandra MEDINA, Capital Markets and Financial Institutions, OECD

主持人：Mr. Mike LUBRANO, Managing Director, Valoris Stewardship Catalysts

與談人：Mr. Michael Gerard D. ENRIQUEZ, President, Sun Life Investment Management and Trust Corporation

Mr. Phillip HAGEDORN, CEO, ATRAM Asset & Wealth Management

Mr. Christopher LEAHY, Specialist advisor, Asian Corporate Governance Association

Mr. Namuh RHEE, Chairman, Korean Corporate Governance Forum Visiting Professor, Yonsei University

機構投資人涵蓋多元類型的機構，主要可分為資產管理機構與資產所有者。資產管理機構負責代表其他機構或個人進行投資管理，其中包括投資顧問、避險基金、私募股權公司等，資產所有者則是管理投資以服務其參與者、受益人或機構本身的單位，可透過直接投資或委託資產管理機構進行投資，此類機構包括退休基金、保險公司、捐贈基金、基金會及主權財富基金等。

過去二十年機構投資人的資產管理規模顯著成長，進一步推動其在公開股票市場的持股比例大幅提升，在 OECD 國家，退休基金與保險公司的資產管理規模占 GDP 的比重，自 2000 年的 65% 上升至 2019 年的 119%。目前，機構投資人已成為全球公開股票市場的最大持股者，合計持有全球股市總市值的 45%，此發展主要受到儲蓄與投資模式轉變的影響，大多數散戶投資人不再直接投資於股市，而是透過退休基金儲蓄或共同基金等集合投資工具間接參與市場，此外，機構投資人也日益採用指數化投資策略，以提升風險調整後報酬並降低投資成本。

機構投資人作為全球眾多企業的重要股東，且通常具有長期投資視角，因此可望促進長期價值創造，透過行使股東權利並與被投資企業進行對話，機構投資人能在提升公司治理、透明度、問責機制及永續發展決策等方面發揮關鍵作用。然而，機構投資人的業務模式、投資策略及獎勵機制會影響其與投資企

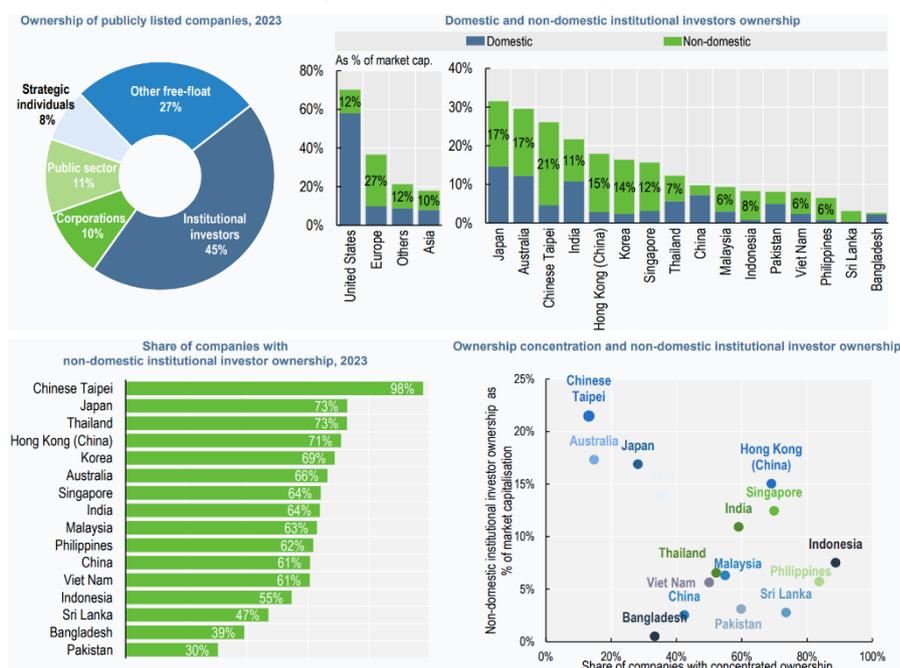
業互動的意願，特別是採取被動投資策略的機構投資人，由於其參與企業決策的誘因較低，因此備受關注。

隨著亞洲資本市場深化、亞洲金融危機後金融自由化改革、以及市場基礎設施與公司治理標準改善的推動，機構投資人在亞洲資本市場的影響力亦逐步提升，中國、印度及印尼等國逐步放寬對外資機構投資人參與本國資本市場的限制，及退休金與保險商品需求的成長，亞洲本土的機構投資人基礎亦在過去數十年間擴大，另因亞洲市場仍普遍存在上市公司係由國家或企業集團擔任控制股東之情況，在此背景下，機構投資人在亞洲企業決策中的角色更值得深入探討。

一、亞洲機構投資人現況：

(一) 亞洲市場投資人結構：

依 OECD 統計資料顯示，全球股市以機構投資人為最大股東，持股比例約 45%，另非本地機構投資人更傾向於投資所有權集中度較低的市場，故亞洲市場因公共部門持股較高及所有權較為集中的現象，機構投資人持股比例僅為 18%。然而考量亞洲地區資本市場的活力和企業發展前景，機構投資人的影響性預計將持續增強，機構投資人與被投資公司議合並影響公司決策等方面發揮著重要作用，為了促進機構投資人與被投資公司的互動，越來越多的國家和地區發布或採用《盡職治理守則》。



(二) 亞洲市場投資人屬性：

2023 年度亞洲地區的投資基金資產規模大約有 6.5 兆美元，其中 38%採用主動投資策略，18%採用被動投資策略，不同投資策略的基金所採用的議合方式也有顯著差異。而被動型基金議合時面對的挑戰包括投資公司數量過多、沒有足夠深度的公司研究報告、議合所帶來的效益可能被競爭對手分享、成本過高等。



(三) 亞洲市場投資人行動主義的展現：

亞洲投資人行動主義的案例較少，可能主要與控制股東、文化背景與監管架構有關，但在 2016-2023 年間有所增加，主要集中在日本、中國和韓國，行使的主體仍以機構投資人為主。



(四) 機構投資人議合的方式：

常見機構投資人以「主題式(Thematic engagement)」或「共同(collective action)」的方式進行議合，被動式策略投資人越來越多地使用主題式議合，尤其是在氣候變遷或生物多樣性等 ESG 相關議題，最大的優點是可以大幅度降低議合成本。機構投資人亦可透過共同行動來增強

其議合影響力並降低成本，然而，各國公平交易或競爭法規可能會阻止機構投資者的共同行動。部分亞洲市場的主管機關制定了促進機構投資人共同議合的法規或守則，包括但不限於日本、印度、新加坡、臺灣和香港。

(五) 機構投資人盡職治理的監管架構：

G20/OECD 公司治理原則提供了一個全面的框架，旨在促進與企業議合的透明度、問責程度及長期永續。修訂後的公司治理原則亦包括更新對盡職治理守則、ESG 評級和指數供應商及投票顧問機構的建議事項，另各市場多有訂定盡職治理實務守則，惟針對盡職治理的監管框架存在顯著差異，關於投票政策、投票紀錄揭露、利益衝突管理政策的制定及揭露等，部分市場有賴法律規範（印度、印尼），部分市場採「遵循或解釋」框架（日本、馬來西亞），而中國和新加坡等市場則採用產業自律規範。



二、與談人發言重點：

(一) 亞洲市場的機構投資人參與程度不一，股東行動主義仍處於發展初期：

亞洲公司治理協會（ACGA）代表 Christopher 表示，日本、韓國、馬來西亞的主管機關已積極推動機構投資人參與，並推出價值提升計畫（Value-Up Initiatives）鼓勵企業加強治理，改善投資環境，日本與韓國的股東行動主義正在崛起，但仍需要更強的監管支持與市場文化調整適應；至於東南亞市場機構投資人參與仍然有限，可能原因包括股權結構過於集中控制股東、監管政策不夠成熟、本地機構投資人規模較小、部分機構投資人更關注短期市場波動而非長期治理改革，Christopher 也觀察到企業對機構投資人的回應不甚積極，即便機構投資人發送若干治理建議，企業管理階層回應率依舊偏低，另亞洲公司受家族企業或控股股東影響，使得機構投資人很難有效影響董事會決策。

因此 Christopher 建議，各國證券主管機關或交易所應鼓勵更高標準的盡職治理實務守則，推動機構投資人更主動參與治理，並要求機構投資人定期揭露投票決策與股東行動，另也應透過政策引導降低大股東壟斷董事會的可能性，鼓勵股東集體議合行動，讓散戶股東或機構投資人有可能聯合發起治理改革提案，另由政府建立退休基金或國家投資基金，強化市場端的機構投資人力量。

(二) 韓國公司治理改革的關鍵議題：

來自延世大學的 Namuh RHEE 教授分享其對韓國公司治理改革的觀察，韓國主要財閥集團（Chaebol），如三星、LG、現代仍掌控企業決策，這些公司在國際市場具有高度競爭力，惟其公司治理結構仍不夠透明，另韓國企業普遍有股權結構高度集中問題，約 30% 上市公司股份由財閥家族直接或間接持有，使得機構投資人很難發揮影響力，而僅約 5% 的股權係由當地機構投資人持有，也限制了它們對公司治理的影響，韓國企業的市場估值也因此受到影響，這與企業治理不佳、股東權益受限、股利政策不透明等因素有關。

韓國政府近期推出價值提升計畫（Value-Up Program），希望改善企業的公司治理並提升企業價值，重要措施包括(1)要求企業提高股東報酬（如增加股利給付或股票買回）、(2)強化董事會責任及提升企業透明度、(3)促使企業更重視 ESG 議題以符合國際投資人期待。雖然這是一個值得肯定的政策，惟大型財閥集團反應不一，政府仍面對大股東的阻力，三星企業尚未採取具體措施，未主動回應市場對治理改革的期待，現代汽車則較為積極，因為其第三代接班人對公司治理改革態度較為開放。

韓國的股東行動主義近年來快速發展，也出現當地的股東行動案例，如 Align Partners Capital Management 是一家韓國本土機構投資人，由曾在高盛和 KKR 任職的 Lee Changwan（李昌煥）創立，2023 年初，Align Partners 發起對 SM Entertainment（一家韓國大型娛樂公司）的股東行動，認為其公司治理存在嚴重問題，包括董事會獨立性不足、資本管理不善、企業決策過程缺乏透明度，並提出改革建議。Align Partners 除提名新的獨立董事，透過韓國本地與國際機構投資人聯合行動以增加影響力，後續 SM Entertainment 董事會中數位董事被替換，新任董事會成員獨立性有所提升，並承諾加強與股東的溝通，改善其治理透明度，SM Entertainment 的市值有所上升，顯示市場對這一系列改革行動持正面看法，這個案例也帶動韓國其他機構投資人關注股東行動。

(三) 基金經理人的忠實義務與 ESG 投資關係：

在亞洲市場，散戶投資人雖然參與度提升，但他們的行為模式仍以短期獲利為主，當基金績效不如預期時，散戶投資人會表達強烈不滿，但他們通常不會積極參與如何影響公司治法規的討論，此節有觀眾提問亞洲市場是否有針對基金經理人忠實義務與 ESG 投資之間的衝突進行討論，基金經理人應如何平衡 ESG 考量與投資績效。與談人回應基金經理人的首要責任是為投資人創造價值，因此投資決策應基於報酬績效考量，而非僅因 ESG 原則而犧牲回報，若 ESG 因素無法帶來長期價值增長，基金經理人不應為了 ESG 而犧牲投資績效，目前亞洲市場尚未見到

明確的法律規範要求基金經理人將 ESG 納入忠實義務的一部分，惟 ESG 已成為市場關注的議題。

另一位與談人分享其基金在與企業對話時的經歷，指出 ESG 討論常常陷入「15 分鐘的沉默」，當提及 ESG 相關問題時，企業管理層往往不知道如何回應，顯示許多企業對 ESG 仍處於被動應對階段，未能充分準備如何回應機構投資人的 ESG 要求，即便如此，機構投資人仍會持續在會議中提出 ESG 問題，希望逐步影響企業的治理行為。

主題五：「視訊股東會之政策與實務」

簡報人：Ms. Tugba MULAZIMOGLU, Capital Markets and Financial Institutions,
OECD

主持人：Mr. Amit TANDON, Managing Director, IiAS

與談人：Dr. Joon Hyug CHUNG, Professor, Seoul National University Law School

Mr. Max PURCELL, Director, Corporate Governance, Sodali & Co.

Mr. Michael TANG, Head of Listing Policy & Product Admission, SGX RegCo

Ms. Rachel WATERHOUSE, CEO, Australian Shareholders' Association

Mr. Renuke WIJAYAWARDHANE, Chief Regulatory Officer, Colombo Stock
Exchange

一、G20/OECD 公司治理原則有關股東會運作的建議條文：

G20/OECD 公司治理原則認為股東會是公司治理框架的重要組成部分，確保股東受到公平對待，並讓股東行使其權利，自 COVID-19 以來，虛擬會議及混合型會議的使用越來越普遍，促使人們重新評估最佳實務，以及規範流程和程序的框架是否需要調整，以確保所有股東都有機會按照 G20/OECD 公司治理原則的要求有效參與和投票。G20/OECD 公司治理原則之原則 II 「股東的權利和公平待遇及關鍵所有權職能」旨在保護及確保股東行使權利更加便利，並公平對待所有股東，包括少數股東和海外股東，就相關條文整理如下表。

新版公司治理原則	主要內容
II.A.	股東的基本權利應當包括：(1)有保障的所有權登記方法、(2)股份轉讓或過戶、(3)即時、定期地取得有關公司的相關重大訊息、(4)參加股東會並投票、(5)選舉和罷免董事會成員、(6)分享公司利潤、(7)選舉、委任或批准指派外部審計人員。
II.C.	股東應有機會有效地參加股東會並參加投票，並應瞭解有關股東會的規則，包括投票程序。
II.C.1	應即時向股東提供關於會議日期、形式、地點和議程的充分資訊，及擬於會議討論議案之詳細與即時資訊。

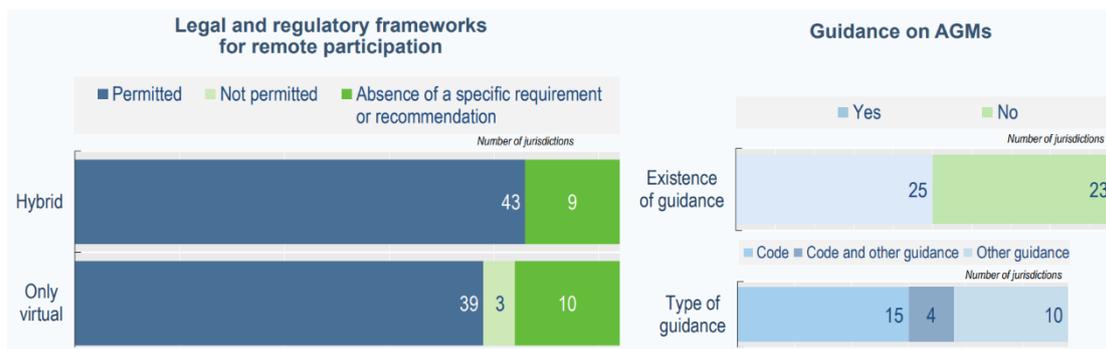
II.C.2	股東會的程序、形式和程序應允許公平對待所有股東。公司程序不應使投票變得過於困難或成本過高。
II.C.3	應允許股東遠端參加股東會，作為促進和減少參與股東成本的一種方式，並應以確保所有股東平等獲得資訊和參與機會的方式舉行。
II.C.4	股東應有機會向董事會發問（包括年度外部審計議題）及提案。
II.C.5	股東的參與對公司治理是關鍵因素，股東的聲音與意見應要被聽見，如透過股東會投票決定董事會成員（或重要高階主管）的薪酬，董事會成員及員工的薪酬計畫中有關股權給付的部分應經過股東會同意。
II.C.6	股東可親自或委託代理人投票，且應具有同等效力。
II.C.7	應消除跨國投票的障礙。
III. A	公司治理框架應支持機構投資人參與被投資公司的公司治理，機構投資人應揭露與其投資有關的公司治理及投票政策(包括投票權行使的相關程序)。

二、OECD「Peer Review on Policy Frameworks and Good Practices for General Shareholder Meetings」初步報告：

OECD 公司治理委員會於 2024 年以 52 個市場為研究範圍，針對股東會的法規及監管框架、股東參與程度及投票機制、數位安全與技術風險等主題進行檢視，就該報告初步發現說明如下：

(一)股東會的法規及監管框架：

受調查市場中，超過 80%的地區允許召開純視訊股東會（Virtual-Only AGM），而近 90%地區允許混合型股東會（Hybrid AGM），然而僅約 50%地區有提供針對此類股東會運作的明確治理指引（如公司治理準則或其他規範），亞洲部分國家（如日本、馬來西亞、新加坡）在公司治理準則中有明確納入對視訊股東會的規範，部分國家（如印尼、印度、香港）則透過其他指引提供指導。

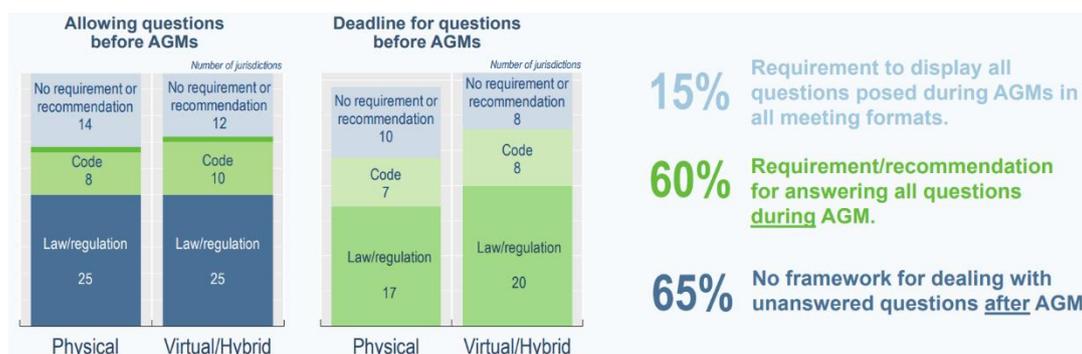


(二) 股東參與：

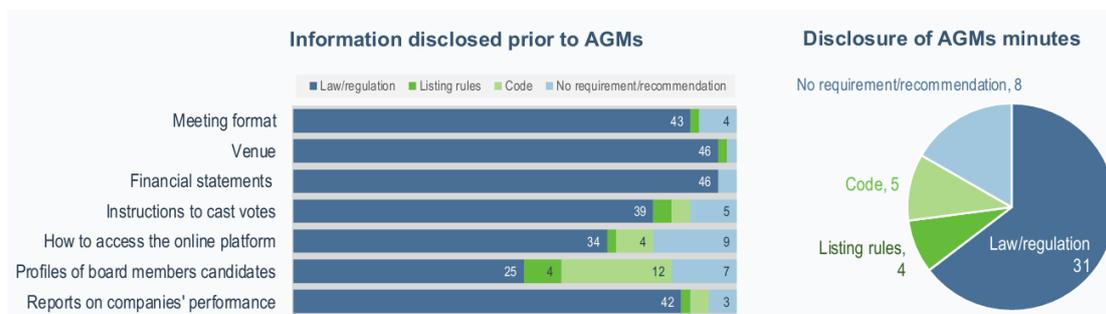
受調查市場中，多數地區均有訂定股東會的停止過戶期間，惟期間長短不一，其中有 27 個市場訂定停止過戶期間不超過 7 日，另外多數市場並未就代理投票制訂應於股東會幾日前完成的期間限制，僅 18 個地區有類似規定。



大多數地區法規並未強制規定股東必須在股東會前提交問題，僅有少數市場要求或建議公司在會前回答股東問題，僅 15%地區要求股東會期間必須公開所有股東提問，60%地區有規定或建議公司應於股東會期間回答所有會前提交的問題，超過 65%地區並未訂定如何處理未能在股東會期間回答的問題。



多數市場針對股東會前需揭露的資訊均有明確規範，包括會議進行方式、地點、財務報告、計票方式等，70%地區要求揭露如何連結線上平台，另 80%地區已制訂股東會會議記錄揭露框架，但通常並無要求或建議需揭露所有提問，公司仍可自行決定會議記錄的內容和細節。



(三) 數位安全與技術風險：

大多數地區均有針對視訊股東會衍生的資安風險要求採取應對管理措施，由於視訊股東會的安排可能需要公司處理不同的個人資料，解決這些風險降低股東對個資外洩的疑慮可以促進股東參與，並減少會議期間斷線的風險。另當視訊股東會出現斷線等技術障礙時，受調查市場中超過一半的地區沒有任何對於股東權益的保護措施，僅部分市場有明確指出管理視訊股東會連線平台和確保視訊會議的正常運作亦屬董事會的責任。

三、與談人發言重點

(一) 與談人普遍較為支持「混合型股東會（Hybrid AGM）」

多數與談人認為混合型形式較能兼顧不同股東的需求，讓散戶投資人與機構投資人都能有效參與，澳洲股東協會（Australian Shareholders' Association, ASA）代表 Rachael 表示，澳洲的散戶投資人普遍支持混合型形式，讓股東可以自行選擇以線上或實體出席方式參與股東會，且相較純實體股東會，混合型股東會可讓更多股東參與討論，另又可避免純視訊模式可能衍生的治理風險，如公司刻意忽略股東提問。

部分與談人對純視訊股東會（Virtual Only AGM）表示擔憂，主要原因包括透明度不足，因視訊會議容易讓管理團隊選擇性回應問題，甚至忽略具有挑戰性的股東提問，另線上的與會者可能無法即時追問問題，或是發

言時間被限制，另網路斷線、平台當機等技術風險也可能嚴重影響股東的投票參與。韓國首爾大學 Joon Hyug CHUNG 教授則指出，在出現敵意併購的情境下，純視訊股東會可能讓管理階層更容易控制會議，壓制反對聲音，如主席可能選擇不允許特定股東發言，或透過技術性手段「靜音」反對意見，ASA 代表也表示，純視訊股東會的方式讓股東似乎在看一場預錄影片，而非真正參與決策過程，減弱了股東與公司管理團隊的互動品質。

(二)部分市場仍允許「純視訊股東會」，但有特定規範：

純視訊股東會在部分市場仍被允許，但投資人及主管機關開始關注其對股東權利的影響，並訂定額外規範，德國許多企業在 COVID-19 期間許選擇純視訊股東會模式且沿用至今，然而有一些企業發現實體會議的溝通效果較佳，因此回歸實體股東會；新加坡於 COVID-19 期間允許公司以純視訊模式召開股東會，但目前已不再適用，新加坡交易所強制規定上市公司需召開實體的股東會，視訊輔助的混合型股東會可作為企業選項，企業可依據股東結構和議案內容決定是否提供混合型形式，但仍需符合實體會議的最低要求。

(三)技術與資安風險的應對措施：

與談人分享部分市場已有針對技術與資安風險的應變機制，如要求企業應制訂技術備援計劃，確保視訊股東會平台的正常可運作時間（uptime）比例達 99.5%，且如有發生技術障礙情形，備援系統應在 20 分鐘內可啟動，韓國則由其集保機構（Korea Securities Depository）建立一個公有的視訊股東會平台提供企業使用，除減少中小企業負擔，並確保技術穩定性。另有市場訂有規範說明當視訊股東會發生技術問題，會議仍被視為有效，除非股東能證明有重大不公（substantial injustice）情事，這樣的立法讓公司在技術出問題時不必擔憂決策的法律效力受到挑戰，但同時也強調企業應制定技術備援方案，以減少會議中斷的風險。

(四)股東會是股東與管理層互動的最佳時機之一：

現場觀眾提問：機構投資人通常會在股東會前決定投票立場，是否影

響股東會實質討論議案的意義，與談人回應股東會仍然是讓股東直接與管理團隊互動的機會，如股東會只是走完例行程序，將會減弱其公司治理功能，故應確保股東在會議上能夠影響討論結果。新加坡交易所則是要求股東在股東會開會通知發送後 7 天提交問題，企業在股東會前 5 天回覆所有重要提問，確保股東有足夠資訊進行投票決策，並應公開所有會前及會議當日的提問與回覆，會後也需公布會議紀錄與答覆內容，以上規範主要是為了確保股東權利，提高股東會透明度，並防止管理層選擇性回應問題。

主題六：「亞洲成長型股權市場」

主持人：Ms. Lopa RAHMAN, ESG Officer, International Finance Corporation

簡報人：Dr. Yun TANG, Economist, Capital Markets and Financial Institutions, OECD

與談人：Mr. Julian M. HASHIM, Chief Regulatory Officer, Bursa Malaysia

Dr. Hien NGUYEN, Chair of the Finance Department, School of Industrial Management, Vietnam National University

Mr. Peter SIEMBAB, Managing Director, Legal Department, Bank of America

Mr. Peter STEIN, CEO, Asia Securities Industry & Financial Markets Association

股票市場為企業部門提供長期且願意承擔風險的籌資，對於缺乏穩定的現金流和不確定的業務前景而難以獲得銀行籌資的成長型企業更為重要，與債券籌資不同，股權籌資無需抵押品，因此適合為研發等無形資產之投資提供籌資，也有助於建立更具彈性的資本結構，使企業能夠抵禦經濟衰退等危機，包括亞洲在內的許多證券交易所都建立了特別的上市板塊或平台，使成長型公司能夠於股票市場中獲得籌資，在亞洲和澳洲，目前有 29 個成長型股票市場（equity growth markets）分佈在 24 個證券交易所。

在當前快速變化的經濟環境中，亞洲地區的成長型公司在股票市場扮演著日益重要的角色，此類股票市場不僅為新興企業提供了籌資機會，亦促進區域經濟之發展，本場會議將探討亞洲成長型公司之股票市場，並分析其主要特點與所面臨的挑戰。

一、全球及亞洲成長型股票市場概況：

OECD 主要以亞洲 18 個市場及澳洲為研究範圍，統計各成長型股票市場的規模及募資活動，彙整相關監管框架、公司治理要求及面對的挑戰等議題，就該報告主要發現說明如下：

(一)亞洲成長型股票市場在全球有重要地位：

全球超過 60 個地區有設立成長型股票市場，共計約 15,539 家公司，市值超過 4 兆美元，而其中亞洲及澳洲市場統計約有 8,641 公司，市值占全球

成長型市場達 81%。另亞洲成長型市場的 IPO 件數也在全球占主導地位，2019 至 2023 年間，亞洲市場貢獻全球 2/3 的 IPO 件數，募資金額占比約為 80%。



(二) 亞洲各成長型股票市場規模有顯著差異：

亞洲成長型股票市場總市值占 GDP 比例約 10%，其中中國擁有規模最大的成長型市場，超過 2,000 家公司，市值約 2.5 兆美元，旗下創業板（ChiNext）、科創板（STAR Market）與北京證券交易所（BSE）為主要市場。除中國市場外，韓國（KOSDAQ、KONEX）、我國、日本、越南、印度、印尼和馬來西亞也擁有重要的成長型股票市場，其中我國的成長型股票市場總市值規模相當 GDP 的 29%，在亞洲市場中為最高，其次是韓國的 19%和中國的 14%。

	Number of Companies	Market cap (USD billions)	% of GDP
By region			
World	15,539	4,131	3.9%
Asia	8,586	3,334	10.1%
By jurisdiction			
China	2,137	2,541	14.4%
Korea	1,742	328	19.1%
Chinese Taipei	1,144	223	29.4%
Indonesia	434	105	7.6%
Japan	682	52	1.2%
Viet Nam	861	43	9.8%
Thailand	212	13	2.4%
India	546	10	0.3%
Malaysia	213	8	2.0%
Hong Kong (China)	326	7	2.0%
Singapore	182	5	1.0%
Australia	55	3	0.2%
Philippines	10	0.5	0.1%
Mongolia	94	0.03	0.2%

Source: OECD Capital Market Series dataset

(三) 相較主板，成長型股票市場的監管標準較為寬鬆：

成長型股票市場通常在最低資本額、財務獲利條件和自由流通股數等

要求，相較主板市場的掛牌條件寬鬆，但多數仍需編製公開說明書並取得監理單位的核准，僅韓國的 KONEX 市場與巴基斯坦市場完全豁免公開說明書的編製義務。至有關 IPO 以外的其他上市方式，有 10 個市場允許直接上市，韓國、馬來西亞、新加坡允許特殊目的收購公司（SPAC）在成長型股票市場上市³。



在公司治理要求的部分，成長型股票市場對公司治理之要求亦較具彈性，部分市場並無強制審計委員會或薪酬委員會之設立，或對於董事會的獨立性要求程度較低，但就公司治理關鍵議題並無豁免規定，如主要股東的持股及關係人交易之揭露，另成長型股票市場也經常使用輔導推薦制度（Sponsorship system）以平衡投資者保護與公司監管要求。



(四) 上市衍生的高額成本仍是成長型股票市場最大挑戰：

雖然多數交易所對成長型企業提供較低的上市費用，但仍有部分市場採取固定費用制，對公司仍是一筆高昂的上市費用，財務顧問費用及法令遵循成本也是上市成本的重要組成，對成長型公司亦是沉重的負擔，另其

³ 香港僅有主板允許 SPAC 上市。

股票通常呈現低流動性，主要是因為成長型公司通常不在投資者的研究覆蓋範圍，多數市場缺少成長型企業的研究報告（近半市場反應難以獲得成長型公司的研究或認為獲取此類研究的成本花費過高），導致投資人資訊不足，部分機構投資人受監管限制，難以投資於成長型市場，市場也缺乏活躍的造市商。



二、與談人發言重點：

(一)企業選擇公開上市或維持私募籌資的考量：

成長型企業在市場流動性低、投資人關注度有限的情況下，未必適合急於上市，因部分企業縱然成功上市，可能僅涉及「親友圈交易」(friends and family deals)，未能真正帶來市場價值與資金流入，且許多企業最終面臨低交易量的流動性風險，且因應上市需增加法令遵循成本，因此建議企業應在確保投資者基礎穩固後再考慮上市，避免掛牌後無人交易的窘境。

成長型市場應與私募股權、債券市場及主板市場形成互補，建立完整的「資金階梯」(Funding Escalator)，當企業的籌資管道從私募股權、創投基金走向公開募資，應確保各個階段有適當的資金來源及退場機制，讓各階段的投資人能順利買入與退出，提升市場吸引力，若公開市場無法提供有效的退場機制，將影響私募股權對企業的投資意願。

(二)低流動性問題的挑戰與可能解方：

成長型公司規模較小，缺乏穩定的現金流與知名度，因此吸引投資人不易，散戶投資人通常較為謹慎，不願投入高風險的小型企業，而機構投資人受限監管規範，通常傾向投資大型、成熟企業，另投資銀行與分析機構較少關注成長型市場，導致投資人無法獲取可靠資訊，且成長型公司股

權結構較集中在創始股東，市場可流通股份也較低，進一步影響其股票流動性。

推動造市商制度（Market Maker Regime）可能有助於提供成長型公司股票流動性，OECD 報告提及有 8 個地區有建立市場造市商制度，新加坡交易所的「造市商與活躍交易者計畫」（Market Maker and Active Trader Programmes），透過回饋機制（Clearing Fee Rebates）吸引造市商提高交易量，韓國交易所自 2018 年起擴大造市商適用範圍，將低流動性股票的造市補助提高，以激勵更多造市商參與交易，報告也提及我國臺灣證券交易所的股票造市制度專區，提供類似的獎勵措施及經手費減免等誘因。

中國、香港、日本、韓國、新加坡設有政府主導基金，專門投資成長型企業，提供穩定的長期資本，因政府基金的長期投資視角可提升市場穩定性，有助吸引其他投資者參與，部分市場限制成長型市場的投資人範圍，僅開放給特定專業投資人，以降低散戶參與風險，如馬來西亞 ACE Market 主要由機構投資人參與，另如能將部分成長型企業納入主要股市指數，可吸引機構投資人被動投資這些企業。

(三)機構投資人的參與有助提升市場信心，惟可能影響流動性

亞洲證券業與金融市場協會（Asia Securities Industry & Financial Markets Association, ASIFMA）CEO 指出，機構投資人通常會進行更嚴格的盡職調查，當機構投資人開始投資特定企業時，市場普遍會認為該企業的治理結構較佳，財務較穩健，進而帶動散戶投資人的興趣，但機構投資人通常關注企業的治理與長期價值創造，屬於「長期持有型」投資人，意味著進場後交易量不會頻繁發生，反而可能進一步降低市場流動性。ASIFMA CEO 建議政府與監管機關應鼓勵機構投資人參與成長型市場，但同時也需要配套措施來確保市場流動性，同時主管機關應確保機構投資人不僅是「被動持有者」，而是能夠積極參與公司治理，推動企業提升透明度與股東價值。

主題七：「董事會層級之功能性委員會於公司治理的角色」

主持人：Dr. James SIMANJUNTAK, Member of the Board of Trustee, IICD Indonesia

簡報人：Mr. Kyo MARUYAMA, Capital Markets and Financial Institutions, OECD

與談人：Dr. Weian LI, Dean, China Academy of Corporate Governance

Mr. B. NARASIMHAN, President of Institute of Company Secretaries of India

Ms. Phengsy PHENGMUONG, Secretary-General, Lao Securities Commission
Office

Dr. Ismet YUSOFF, CEO, Minority Shareholders Watch Group

在過去二十年中，受法規更新與不斷演進的商業實務影響，功能性委員會的角色發生了顯著變化，面對商業環境的日益複雜，諸多重大社會議題的挑戰，如氣候變遷和數位化等，功能性委員會的角色亦逐漸擴大，從監督擴展到向董事會提供全面與前瞻性的建議，除了大多數地區要求或建議的三個「傳統」委員會（審計、提名、薪酬）外，也常見永續發展、風險管理或數位等其他功能性委員會，本場會議將探討功能性委員會的角色及其在公司治理中之重要性。

一、功能性委員會的演變與趨勢：

(一)傳統三大核心委員會：

1、審計委員會：

審計委員會的核心職責為監督公司的財務報告與內部控制制度，確保財務資訊的可靠性和透明度，及處理關係人交易議題，確保交易符合公平性原則，避免控制股東濫用權力。受調查的 19 個市場中，接近 90%已強制要求設立審計委員會（法規或上市規則），且對於成員組成有高度獨立性規範，多數市場要求審計委員會主席須由獨立董事擔任，而我國、泰國及印尼更要求審計委員會成員全數由獨立董事擔任。

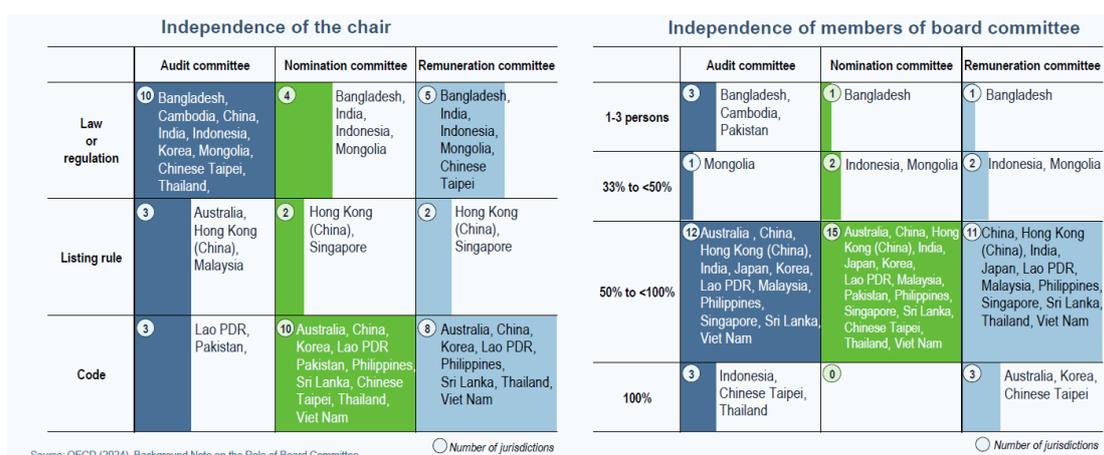
2、提名委員會：

提名委員會的核心職責包括評估董事會組成與運作效能，確保董事會具備必要技能與多元性，挑選與推薦新任董事人選，確保人選符合公司治

理與股東利益需求，制訂董事繼任計畫（Succession Planning），確保公司長期治理穩定性。受調查市場中，強制要求設立提名委員會的程度不如審計委員會，8 個市場以法規強制要求，4 個市場是透過上市規則，澳洲及臺灣在內等 7 個市場則以公司治理實務守則建議公司設立，而多數市場對提名委員會組成亦要求（或建議）過半成員由獨立董事組成。

3、薪資報酬委員會：

薪資報酬委員會的核心職責為制定和監督高階管理階層的薪酬政策及長期激勵計畫（股票權、退休金等），確保薪酬與公司的績效掛鉤，及促使管理團隊關注公司長期發展，另推動薪酬給付與 ESG 目標結合，確保永續發展成為企業核心價值。受調查市場中，臺灣等 7 個市場以法規強制要求，3 個市場是透過上市規則，澳洲等 9 個市場則以公司治理實務守則建議公司設立，其中澳洲、韓國及我國要求（或建議）全數成員應具備獨立性。



(二)新興專業委員會的興起：

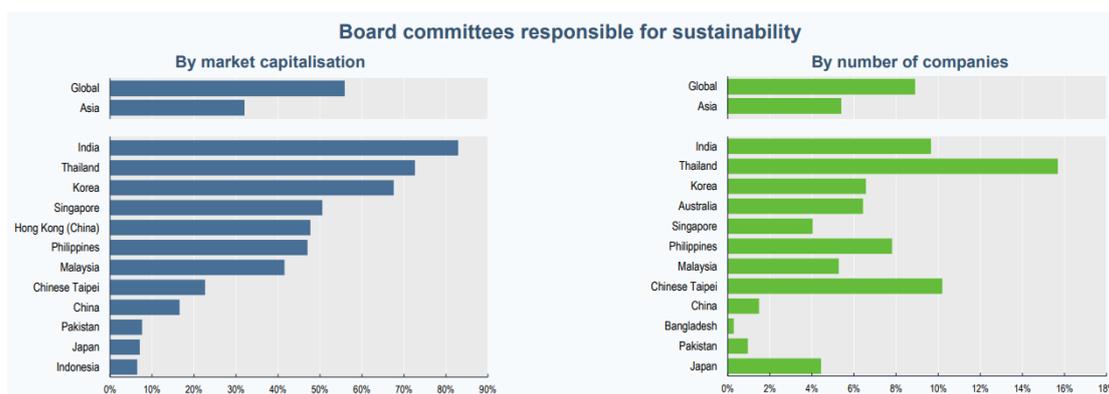
上述傳統功能性委員會的職責集中在監管公司內部控制與管理階層的作為，以確保股東利益，而現今功能性委員會的角色已擴展至前瞻性指導與決策支持，協助企業應對新興風險，近年來許多企業開始設立風險管理委員會與永續發展委員會。

2008 年金融危機及 COVID-19 疫情等事件讓企業更加重視風險管理，傳統上，企業多將風險管理交由審計委員會負責，但越來越多市場開始鼓勵或要求設立獨立的風險管理委員會，目前僅印度是透過法律強制要

求公司設置獨立的風險管理委員會，澳洲等 10 個市場則以實務守則的方式鼓勵公司設置。



全球投資人與主管機關對 ESG 議題關注提升，促使企業加強永續發展治理，亞洲目前僅馬來西亞在公司治理守則中推薦企業設立獨立永續發展委員會，印度則建議將 ESG 風險納入風險管理委員會職責範圍。亞洲地區目前僅約 6% 公司有設立永續發展委員會，但其市值佔比已達 32%。



二、與談人發言重點：

(一) 功能性委員會的挑戰與監管建議：

與談人指出，儘管各功能性委員會在公司治理的角色日益重要，但其運作仍面臨多重挑戰，主要包括職責界定不清、資訊孤島效應及資源分配困難等。部分企業在設立新委員會時，未明確界定其職責與範圍，導致其與傳統委員會（如審計委員會）的職權重疊，部分市場並未強制要求企業揭露委員會的職責，造成股東對其角色的理解不足，另如不同委員會間缺乏有效的資訊共享機制，可能導致董事會決策時無法全面考量各委員會的意見，如風險管理委員會與永續發展委員會可能對 ESG 風險的評估方式不

同，若無明確協調機制，反可能導致企業無法有效應對 ESG 風險。另設立功能性委員會也需投入額外的專業資源，如 ESG 專家、數據分析人員等，或聘請外部顧問提供專業建議，這些對中小企業均會增加額外財務負擔。

OECD 建議各國主管機關應要求企業揭露功能性委員會的組織規程 (Committee Charters)，清楚界定各委員會的職責、權限、成員組成等重要資訊，如馬來西亞要求上市公司定期評估並公開委員會的職責，以確保其適應業務變化，另新加坡與韓國的公司治理實務守則建議功能性委員會定期向董事會報告，確保董事會能夠綜合考量各委員會的意見。

至於是否需強制上市公司設置特定的委員會，與談人表示主管機關仍應思考企業規模、產業特性與風險程度，提供彈性的監管要求，而非一概強制企業設立特定委員會，

(二)本會代表發問：

本會代表先說明臺灣在 2022 年 8 月已發布風險管理實務守則，包括風險管理委員會的設置建議，此外，為順利於 2026 年起接軌 IFRS S1 S2 的規定，也要求我國上市櫃公司於 2025 年應完成建置「永續資訊之管理」內部控制制度，並發問基於亞洲市場董事會的獨立性普遍較為不足的情形下，風險或永續管理委員會等功能性委員會要如何有效行使其職權。

與談人回應「多元性」仍是最重要考量因素，企業應確保各委員會成員具備不同的專業背景，包括財務、法律、永續發展、數據分析等領域，以提升決策品質，OECD 也建議企業應定期對委員會的運作進行績效評估，以確保其有效發揮治理功能，如新加坡交易所即有要求企業每年對董事會及功能性委員會執行績效評估。另對董事提供定期培訓課程以確保其具備足夠的專業知識以履行職責，馬來西亞交易所甚至強制規定所有上市公司應參加「Leading for Impact」培訓計畫，確保所有董事具備 ESG 領域相關知識與能力，企業不能以董事不熟悉永續發展為藉口，所有董事應具備基本的 ESG 知識。

第三章 心得感想及建議

此次參加 2024 年 OECD 亞洲公司治理圓桌論壇，透過各場次的與談人分享，除瞭解各國公司治理發展情形及實際運作實務，也能借鏡各國推動新制度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經驗，提出以下心得及建議：

一、持續深化機構投資人與被投資公司間的議合

我國股票市場中外資持股比例超過 40%，且主要為機構投資人，近年大型機構投資人與大型上市櫃公司之間的議合機制與運作已較為成熟，然而中小型上市櫃公司在與投資人溝通與議合方面，仍可能面臨資源不足、議合機制不夠健全等挑戰，因此 OECD 建議主管機關持續關注如何鼓勵並協助上市櫃公司能夠更有效地與投資人溝通，以提升企業治理水準與永續發展能力。為此，臺灣指數公司於 2024 年 11 月建置「IR 議合服務平台」，提供三大核心服務，包括法說會服務、ESG 加值資訊服務，以及議合媒合服務，透過更完善的資訊流通與互動機制，促進企業與投資人之間的交流與合作，使企業能夠更好地與全球投資人建立關係，並提升市場對公司治理與永續發展的信心。

另股東會是投資人與經營團隊直接對話的重要時機，不僅是股東行使投票權利的關鍵場域，也能強化投資人對公司的信心，本次論壇與談人多次強調「實體股東會的必要性」，認為面對面會議能促進更透明、深入的溝通，確保投資人能即時提問，並獲得管理階層的完整回應，因此多數市場更傾向採用「混合型股東會」，以兼顧遠距參與的便利性與實體會議的互動性，國際發展趨勢及實務作法均可作為未來精進我國股東會視訊會議制度之參考，持續滾動式檢討修正相關措施。

二、逐步完善永續資訊揭露制度，接軌 IFRS 永續揭露準則規定

金管會已於 2023 年 8 月 17 日發布「接軌 IFRS 永續揭露準則藍圖」，宣布我國將以直接採用方式接軌 IFRS 永續揭露準則，自 2026 會計年度起

上市櫃公司依資本額分三階段於股東會年報揭露 IFRS 永續揭露準則規定之資訊，並與財務報告同時公告，本會代表並於會場分享我國上市櫃公司應於 2025 年完成建置「永續資訊之管理」內部控制制度，呼應本次 OECD 建議企業內部建立永續資訊管理制度，使永續發展議題更有效納入公司治理架構中。未來接軌 IFRS 永續揭露準則的過程中，可持續關注國際趨勢及參考其他市場的監管做法，確保永續資訊揭露制度能夠平衡企業的法令遵循負擔與資訊透明度，進一步提升市場競爭力，促進資本市場的永續發展。

三、發揮功能性委員會的職能有賴提升成員組成的多元性及專業性

企業設置功能性委員會不應流於形式或只是為了符合監管要求，而應真正發揮治理功能，協助董事會提升決策品質，強化風險管理，並回應市場與投資人關注的議題，因此，功能性委員會的設置應基於企業的實務需求，並確保委員會成員具備多元性與專業性，以有效履行其職責。

提名委員會在許多市場已成為公司治理的重要機制，負責尋找合適的董事人選，確保董事會具備必要的專業能力，並推動董事會成員的多元化，雖然臺灣目前法規尚未強制要求公司設置提名委員會，惟透過各項措施持續鼓勵公司自願設置，第 12 屆公司治理評鑑已將「是否設置提名委員會」單獨列為一個評鑑指標，並請證交所及櫃買中心透過相關宣導會宣導落實發揮提名委員會之職權功能，以提升企業設置提名委員會之意願。

與多數市場相同，臺灣尚無強制要求公司設置永續發展委員會，第 12 屆公司治理評鑑已將「是否設置永續發展委員會」單獨列為一個評鑑指標，另證交所及櫃買中心於 113 年 3 月公布之「永續發展委員會組織規程」參考範例，鼓勵公司視規模大小、產業性質或其他健全永續發展管理之情形，設立永續發展之專（兼）職單位，給予企業彈性視自身情況設置符合運作需求的永續發展委員會，與本次論壇建議方式相符，未來證交所及櫃買中心可持續舉辦講座邀請設有永續委員會之企業分享經驗，以促進及提升整體上市櫃公司永續治理水平。

附件資料

附件 1：議程資料

附件 2：簡報資料