

行政院及所屬各機關出國報告
(出國類別：出席國際會議)

出席亞洲公司治理協會 (ACGA) 舉辦之 「亞洲企業公司治理對談」報告

出國人員：

金融監督管理委員會證券期貨局

張副局長麗真

胡科長則華

派赴國家：韓國

出國期間：102年11月4日至11月7日

報告日期：102年12月31日

行政院及所屬各機關出國報告提要

出國報告名稱：出席亞洲公司治理協會（ACGA）舉辦之「亞洲企業公司
治理對談」報告

頁數 含附件：是（限紙本，不含附件計 31 頁）否

出國計畫主辦機關／聯絡人／電話：金融監督管理委員會證券期貨局／
苗秋玲／2774-7200

出國人員姓名／服務機關／單位／職稱／電話：

張麗真／金融監督管理委員會證券期貨局／副局長／2774-7282

胡則華／金融監督管理委員會證券期貨局／證券發行組／科長／
2774-7214

出國類別：1 考察2 進修3 研究4 實習5 其他

出國期間：102 年 11 月 4 日至 7 日 出國地區：韓國

報告日期：102 年 12 月 27 日

分類號/財稅金融

關鍵詞：公司治理、亞洲

內容摘要：

本次會議之主題為「北亞之企業永續性及責任投資」，研討議題包括北亞公司治理之歷史觀點、韓國對公司治理及永續性之觀點、與韓國機構投資人對話、就「公司有權自訂公司治理系統」辯論、大陸之公司治理風險、全球公司治理趨勢對亞洲公司之影響、強化韓國 ESG 標準與措施、解決北亞委託投票的挑戰、促進北亞投資人參與的下一步等，透過公司董事、經理人、投資人、專家及主管機關之意見交流，分享觀點及經驗，並期許能從會議中獲得好的想法或新的啟發。

透過本次會議發現，外界對我國公司治理之主觀印象優於日本、韓國，但我國除仍應努力改善公司治理之相關制度外，並應適時結合媒體對外宣傳成果，俾利外資機構充分瞭解我國推動之方向及執法情形。又國際組織常以各國法令規範是否依循公司治理原則，作為其評量各國公司治理推動情形之依據，惟成文法國家與不成文法國家法制體系之不同，可能導致評分結果不同，是以建議未來透過適當時機向國際組織表達，在評估一國之公司治理情況時，應以該國公司之平均表現做為參考基準，而非以是否具有該等規範作為評分基礎。另國際上已開始爭論「公司是否得自行選擇適當之公司治理措施」議題，為協助我國上市（櫃）公司創造價值，建議未來在關注公司之治理情況時，宜強調公司治理之優點，並避免將國際公司治理原則一體適用於公司。

目 錄

第一章 前言	4
一、亞洲公司治理協會簡介	4
二、本次會議簡介	6
三、我國參與情況	7
第二章 會議重點	9
第一場次：北亞之公司治理—歷史觀點	9
第二場次：韓國對公司治理及永續性的觀點	13
專題演講：北亞區域政治與安全性挑戰	15
第三場次：與韓國機構投資人對話	16
辯論：每個公司都有權決定自己的公司治理系統。	18
第四場次：大陸公司治理風險	19
研討會第一場—公司面：全球公司治理趨勢對亞洲公司之影響	21
研討會第一場—投資人面：解決北亞委託投票的挑戰	23
研討會第二場—公司面：強化韓國 ESG 之標準與實施	25
研討會第二場—投資人面：增加北亞投資人參與的下一步？	27
第三章 心得與建議	28
附件	31
一、會議議程	
二、投票結果	

第一章 前言

一、亞洲公司治理協會簡介

(一) 成立目的

亞洲公司治理協會 (Asian Corporate Governance Association, ACGA) 係由美國加州公務人員退休協會、亞洲開發銀行及 Lombard 基金公司透過共同成立的基金管理公司 Lombard/APIC, 於 1999 年底在香港成立之獨立非營利會員組織。成立之宗旨係透過研究、倡議與教育等方式, 來促進亞洲地區公司治理之健全、長遠發展。

(二) 會員成員

目前協會之會員包括投資機構、退休基金、保險公司、金融中介機構、上市公司、專業服務機構及教育團體等, 所屬區域涵蓋亞太地區及世界各國。國際知名機構如美國加州公務人員退休協會、標準普爾公司、美國銀行、德意志資產管理公司及里昂證券等均為該協會之會員。另依據協會章程規定, 政府機關、證券交易所及任何由主管機關經費贊助之機構均不得加入會員。

(三) 推動方式

亞洲公司治理協會之主要任務, 係代表所有投資人及其他利害關係人為改進亞洲地區之公司治理而努力。其採取之方式為發表研究報告及文章、定期對媒體表達其對各公司治理議題的看法、參與國際會議發布研究報告或表達意見、舉辦研討會及提供建議予投資人、公司及主管機關等。目前協會已陸續在亞洲 11

個市場完成獨立研究，並與當地證券主管機關及重要機構團體建立對談機制。協會定期為其會員及非會員成員舉辦之活動，包括：

1. 年會 (Annual Conference)

每年在不同的亞洲城市舉辦。協會將視當年度公司治理之發展趨勢，擇定一個具有議題發揮的市場或國家舉辦。

2. 年會後的學習之旅 (post-conference study tour)

於年會後安排協會會員組團參訪地主國之主管機關或財經組織，希望藉由交流互動，增進會員對當地國法令規章制度及實務發展之瞭解。

3. 半年度會員簡報 (Semi-annual Member Briefings)

每年舉行兩次，分別在香港及新加坡舉行。將對會員簡報最近研究成果，並邀請外部專業人士對特定議題發表演說；外地之會員亦可以電話會議參與簡報活動。

4. 投資人討論團體 (Investor Discussion Group)

係為會員每季舉辦的會議，後續並為北美地區會員舉辦追蹤調查電話會議(Follow up conference calls)。

(四) 研究成果

1. 公司治理評鑑報告 (CG Watch)

自 2003 年起由亞洲公司治理協會與里昂證券共同研究，針對亞洲地區 11 個市場之公司治理制度與執行進行評估。另由里昂證券對亞洲地區超過 500 家上市公司進行抽樣評分。我國於最近一次之 CG Watch 2012 中排名第 6。

2. 股東會授權投票品質完成調查報告 (ACGA Asian Proxy Voting

Survey)

協會自 2006 年首度完成亞洲地區股東會授權投票品質調查報告，針對亞洲地區 11 個市場及美國、英國、澳洲三個指標市場之股東會授權投票情形進行評比。

二、本次會議簡介

本屆年會為 ACGA 第 13 屆年會，係假韓國首都首爾舉辦，為期一天半。除了我國外，出席的亞洲國家包括韓國、日本、香港、新加坡、泰國、馬來西亞、大陸、越南、印尼、澳洲、紐西蘭、蒙古等，另外尚有來自美國、挪威、英國、荷蘭、瑞士、瑞典及阿拉伯聯合大公國等之機構投資人、協會會員及非會員代表等，計有 192 人與會。

本屆年會主題為「北亞之企業永續性及責任投資(Corporate Sustainability and Responsible Investment in North Asia)」，目的在匯集公司治理領域的董事、經理人、投資人、專家及主管機關，共同分享觀點及經驗，並期許與會人員都能從會議中獲得好的想法或新的啟發。研討議題包括「北亞的公司治理—歷史觀點」、「韓國對公司治理及永續性之觀點」、「與韓國機構投資人對話」、「辯論—每個公司都有權決定自己的公司治理系統」、「大陸之公司治理風險」、「全球公司治理趨勢對亞洲公司之影響」、「強化韓國 ESG 標準與措施」、「解決北亞委託投票的挑戰」、「促進北亞投資人參與的下一步」。

三、我國參與情況

ACGA 及里昂證券亞太市場部 (CLSA) 於 2012 年 9 月發布的 CG Watch 2012，在其評比的 11 個亞洲市場 (包含新加坡、香港、泰國、日本、馬來西亞、印度、韓國、大陸、菲律賓及印尼) 中，我國公司治理排名為第 6，由 2010 之第 4 名下降 2 名。其報告指出我國雖持續漸進改善公司治理相關事宜，但區域內其他市場進步地更多、更快，而我國公司治理主管機關似欠缺對公司治理改革較為明確、具策略的遠見，例如仍未全面要求上市 (櫃) 公司設置獨立董事，亦未要求設置審計委員會；又董事提名及選舉制度有嚴重問題，且公司治理改革為由上到下—由主管機關帶頭，多數上市 (櫃) 公司僅處於法令遵循階段等。該報告並列出對我國未來觀察之重點，包含是否強制上市 (櫃) 公司設置獨立董事及審計委員會、是否改善董事提名制及股東投票機制，及是否強化執法資訊之揭露等。另該報告並建議我國可改善整體公司治理之行動應包含強化非財務性報告之標準 (如董事及公司治理報告、企業社會責任/永續性報告)、詳細與即時地揭露執法之資訊、分散股東會召開時間、鼓勵公司就股東會議案採逐案票決並公布詳細結果、主管機關及交易所人員積極參與區域性及國際性公司治理會議等。

為瞭解國際發展趨勢、儘速強化我國上市 (櫃) 企業之公司治理情況及提升其競爭力，本會除積極針對 ACGA 對我國之批評與建議，調整相關規範、改善外界對我國推動公司治理的認識外，並針對我國公司治理面臨之挑戰，草擬未來五年「強化公司

治理藍圖」，並擬做逐年滾動式修正。另因許多外資機構投資人，多會參考國際組織如 ACGA 所公布之評級結果，因此上開降低名次之情形，將影響我國資本市場之吸引力，爰本會亦藉參與國際組織之機會，盡力宣導我國目前及未來推動之相關措施。

本次會議我國主管機關部分由本會證券期貨局張副局長麗真、證券發行組胡科長則華出席；臺灣證券交易所股份有限公司上市一部鄭副理村及陳專員櫻樺、中華公司治理協會呂理事長東英、金理事玉瑩、謝秘書長靜慧等亦出席參與。會議期間，我國代表與 ACGA 人員、韓國與談人、投資機構等多有政策議題及意見之交換，尤其針對獨立董事之獨立性、借重民間機構力量及我國即將強化董事會獨立性等議題交流，並建立未來連繫網絡及宣傳我國已設立公司治理中心統籌規劃辦理公司治理相關事宜，以利渠等較清楚我國推動公司治理之決心及努力。

本報告共分三章，第一章為前言，簡介亞洲公司治理協會，並說明本次會議大綱及參與情形；第二章摘述本次會議各研討議題之重點；第三章提出本次出席年會之心得與建議。

第二章 會議重點

第一場次：北亞之公司治理—歷史觀點

本場次由 ACGA 秘書長 Mr. Jamie Allen 及韓國 Chonnam 國立大學法律學院 Soon Suk Kim 教授演講。

首先 Jamie Allen 利用電子投票系統詢問出席人員來自哪個區域、一些對韓國的印象、認為北亞哪個國家的公司治理的水準比較好、北亞公司治理最大的問題及一些針對韓國公司治理問題的看法。涉及我國部分問題及現場投票結果如下：

1. 北亞的哪個國家公司治理最好？（選項包含韓國、日本、大陸及臺灣）

答：依序為臺灣（40.7%）、日本（30.9%）、韓國（26.8%）、大陸（1.6%）。

2. 北亞最大的公司治理問題？

答：依序為「缺乏獨立性的弱勢董事會」（55.0%）、「關係人交易」（23.3%）、「無誠信的企業領導」（9.3%）、「不佳的財務報告」（7.8%）及「不公平及越來越少的籌資情況」（4.7%）

接著 A 君分析各國公司治理發展的情況。他表示，從 1997 亞洲金融風暴後，各國原則上多會按照國際組織的建議推動公司治理，但在亞洲的改革發展有二個方向。第一是這些建議若政治接受度高及實務上可行，則亞洲國家較容易按照一般國際標準進行，例如會計及財務報告標準、股東會議及投票問題，以及對外部審計的法令規範；第二是國際標準若較具爭議，且法令或股東能影響改善的部分較有限的建議，亞洲國家較容易按照國內實務運作，例如董事會的功能及相關

委員會的運作、關係人交易的決策、募資方式等。

A 君並提供一份書面資料顯示，在其研究的 11 個亞洲國家中，還沒有全面強制設置獨立董事的國家僅有日本及我國，而還沒有強制全面設置審計委員會的則僅剩日本、韓國（僅大公司）及我國。另外在獨立董事的人數要求部分，除上述日本及我國還未全面強制的國家外，其餘國家多已規範董事會中的獨立董事人數應占 1/3 以上，馬來西亞及新加坡甚至鼓勵若董事長非獨立董事時，獨立董事之人數應占半數以上。

A 君的簡報資料亦顯示，在亞洲金融風暴後，臺灣的公司治理改革似較韓國慢，且臺灣亦未像大陸那般感受改革的急迫性，因此好多年來仍未要求上市公司全面實施獨立董事制度，但臺灣證券交易所在 2002 年發布公司治理實務守則，日本目前尚未訂定公司治理實務守則。而臺灣在公司治理上應多關注大股東控制、小股東權益保護、資訊揭露及違法交易等問題。

A 君亦表示，北亞的法律體系主要為大陸法系（civil law），因較為正式，不似英美法系（common law）具彈性、可隨資本市場的需求變動、對投資人較為友善等特性，因此整體而言北亞的法令規範較嚴謹、對業者而言較易遵守，也導致北亞國家在改善法令即股東權益上較為困難。法律體系的相同也會造成公司心態的不同，依 ACGA 的觀察，北亞的上市公司比較願意遵循正式法規（hard law）之規範，對實務守則等非正式法規（soft law）或要求「遵循或解釋」（comply or explain）辦理之事項，願遵守的程度不高。但近來北亞一些國際型的大公司，因為機構投資人或國際趨勢的要求，比較願意遵循非正

式法規。

另外 A 君指出，雖然上開北亞國家許多都採大陸法系，但其董事會治理部分，都未承襲德國監察人會的精髓，亦即雖然有監察人，但都非德國之監察人會。而在檢調起訴等執法層面，韓國及大陸較強，而臺灣及日本則較弱。

最後 A 君以香港及韓國公司治理改革時程對應恆生指數及 KOSPI 指數之表現，說明一國的公司治理措施推出後，隔一段時間才會在資本市場反應、帶動指數的上漲，另若是法令規範太鬆，雖會短期刺激商業及金融活動，但終致流淚收拾殘局。

接著 Soon Suk Kim 教授報告韓國近期公司治理發展及未來改革計劃。他表示，韓國的公司治理法規主要由政府法令及自律規範組成，前者包含公司法、金融市場條例及主管機關的規範為主；後者包含上市規章及揭露規範、最佳實務守則及其它指引等。K 君特別強調韓國的公司法規較先進國家嚴謹，且係採分級管理，對上市公司或大型公司要求較為嚴格，而對非上市公司則採較鬆之管理。此外，其公司法之執法主係透過刑法處罰，較無行政處分。

由於 1997 亞洲金融風暴後，韓國受 IMF 紓困，因此採行一連串公司治理改革，改革重點包含：

1. 股東代表訴訟 (derivative suit) 之持股門檻由 5% 降為 1% (若為上市公司，依資產規模大小，再降為 0.05% 至 1.5%)，要求解任董事或監察人，以及調查相關書表紀錄的持股門檻由 5% 降為 3%。
2. 選任監察人 (auditor) 或審計委員會成員時，控制股東超過持股

3%部分無表決權。

3. 董事選舉案得透過 3%以上股東之要求（章程可訂更低，上市公司資產超過 2 兆韓元者，比例降為 1%）以累積投票進行。
4. 董事會負有忠實義務、對特殊案件指示之董事負擔責任、應成立委員會、上市公司董事會應有 1/4 以上之外部董事（上市公司資產超過 2 兆韓元者，外部董事比例增為 1/2 及至少 3 名）。另資產規模達 2 兆韓元的上市公司必須設置審計委員會及選任外部董事的提名委員會。
5. 上市公司資產達 5000 億韓元者，均應設置「法令遵循主管」。近期並草擬修正案，要求資產達 2 兆韓元的上市公司應設置執行長。
6. 近期草擬修正案，要求有一定股東人數的上市公司應強制使用電子投票

另 K 君表示，韓國公司治理守則的角色相當弱，其 KOSPI 市場近 5 年來的遵循率僅 4.1~5.5%，歸究其原因恐係因相關守則並無相關罰則所致。因此建議韓國應跟隨國際發展趨勢，減少、整合法令規範，並以「遵循或說明」之方式強化公司治理。建議之作法包含設置諮詢工作小組，結合產官學界專家之意見，共同研議如何平衡法規與自律規範之角色，以及平衡「股東與非營利組織對公司之訴求」及公司「商業判斷法則」。在此過程中並應先修正實務守則及增加執法的有效性，包含對違反「遵循或說明」規範者，標示為不誠信公司、暫停交易、作為行政處分之參考案件及下市等。

第二場次：韓國對公司治理及永續性的觀點

主持人：香港 Milbank, Tweed, Hadley & McCloy 公司合夥人 Mr. Young

Joon Kim

與談人：韓國大學商學院 Kyung Suh Park 教授

韓國經濟研究院研究員 Shin Seuk Hun 博士

Kim & Chang 律師事務所 Jeffrey D. Jones 律師

P 君表示韓國經濟在 1990 年代初期快速成長，為了擺脫貧困，韓國人民在此階段很勤奮工作，員工也受到良好的教育，政府也給予有效支援，特別是資源不足的重工業，給予優厚的機會、為其選定負責人、給予水電等費用補助，保護國內市場。1990 年代中期，隨著全球經濟成長趨緩，韓國在這段期間經濟成長速度亦減緩，生育率降低人口老化、財團（Chaebol）主導以致擠壓中小企業生存空間、青少年自滿心態盛行，並且韓國企業此時直接由第二代繼承接班，缺乏對專業經理人之信賴，越來越多公司因為破產而改變其控制持股關係、越來越多 CEO 違法被處徒刑之案件，這些公司治理問題漸漸浮現。

韓國由財團主導經濟，韓國企業股權非常集中，95%的上市公司股權集中在控制股東或家族成員，雖投資決策快速有效率，但缺乏制衡機制。因此，董事會功能不彰，由控制股東及內部人主導，缺乏專業性與獨立性，又韓國機構投資人多處於被動狀態，未積極實踐股東行動主義。

H 君介紹韓國近期商業法修正案，為解決董事會功能不彰，禁止董事長兼任總經理，引進累積投票制選任董事，並限制控制股東所持有已發行股份總數超過 3%者，於選任監察人及審計委員會成員時，就超過 3%之部分無表決權。此外，並引進電子投票以及股東代表訴訟制度，保障股東權益。

短視近利的行為 (short-termism) 被視為引發金融風暴之主因，因此，在金融風暴之後，非常重視長期資金 (patient capital)，包括家族持股及長期持股的股東，以確保經濟民主化 (economic democratization)、創意經濟 (creative economy) 與企業社會責任。企業社會責任亦著眼於創造股東價值，追求長期利益以達企業永續發展之目標。

J 君提到過去韓國在公司治理被視為較弱的一環，但過去 10 年進行重大改革，韓國交易所強化其規範與執法，司法系統執法更有效率，許多財團赴紐約證券交易所上市，受到相當多的規範，財團內的其他公司亦受到影響，而外資持股增加也促使改革腳步更為快速。再者，韓國企業近年來相當重視企業社會責任，著眼於長期利益，為符合社會的期待與需求，越來越重視資訊透明，股東行動主義之實踐也越見積極，這些都是良好公司治理所應具備之內涵。

不過，韓國董事會功能不彰仍有待改善，雖然上市公司已全面設置獨立董事，依其資產規模大小至少要設置董事會席次四分之一或二分之一之獨立董事，但獨立董事缺乏經驗，在董事會上勇於發言與韓國文化不合，都讓獨立董事的功能無法發揮。

專題演講：北亞區域政治與安全性挑戰

主講人：首爾亞洲基金會韓國代表 Mr. Peter Beck

B君表示近來北亞國家彼此不信任的情況加劇、大陸與日本間的民族衝突情結、對美國之矛盾看法及日益強大的大陸，讓北亞國家思考是否能依靠大陸取代美國。

其表示，韓國相當倚賴美國。美韓關係一直以來都很密切，美國是韓國第一大貿易夥伴，因此韓國在經濟上、文化上都很仰賴美國。在與其他北亞國家的關係上，韓國越來越顧忌日本，也不認同日本很多作法，加上北韓與日本關係的惡化，也讓韓國覺得維繫二國的關係越發困難。這當中還必須看大陸是否在乎區域的和諧，但目前我們都很難看出大陸的態度。

而在北韓方面，B君表示，該國在經濟上的進步幾乎可以餵飽所有國民，政權的移轉順利，並有計劃更換軍事高階領導人，加上南北韓間貿易數量增加，北韓的朋友在改變，均朝向市場經濟及資本市場發展，各鄰近國家也都密切的關注中，因此目前情況算是穩定，應不至有安全性的問題，預期近來應不會有戰爭發生。但該國相當無法預測，若其面臨語言上或軍事上的威脅，很可能會採取激進的做法，甚至將國內問題提升為國際問題。

B君轉而描述其對大陸的看法。他認為大陸很瞭解韓國要的是大陸市場的經濟實力，大陸也為了其經濟發展，嘗試透過各種管道讓北韓安靜。此外，為了擴大其勢力，大陸現在拉攏菲律賓及越南，並想取得其島嶼，但於此同時，蒙古卻向外尋求美國的協助。他認為大陸

的不確定性是區域內最該關心的議題。

日本首相對與韓國的關係也很傷神。他表示日本 311 大地震時，是韓國第一個組成救援團體赴日協助。但日本在教科書上宣誓其領土範圍惹火韓國人民，加上二國本就在經濟上為競爭對手，因此日本政府很清楚要維繫二國的關係並不容易。日本對大陸也很敬畏，尤其韓國、日本及大陸三國目前處於搶資源、人才、領土的情況，日本更希望能打敗大陸成為區域內經濟大國。

最後 B 君提及美國政府向亞洲傾斜 (tilt to the Asia) 及美國矛盾 (American Paradox) 問題，他表示因為韓國仍然很仰賴美國，因此該國很擔心這樣的外交政策，是否意味美國將向大陸、日本等靠攏，繼而讓韓國失去優勢。但他表示，韓國其實多慮，這樣的問題可以靠美國、韓國、日本等相互協調及合作協議等解決。

第三場次：與韓國機構投資人對話

主持人：首爾 Yonsei 法學院國際事務副院長及教授 Mr. Joongi Kim

與談人：韓國 QUAD 投資管理公司執行長 Mr. Jungwoo Kim

韓國 Lazard 前董事總經理 Mr. John Lee

本節一開始，主持人引導與會者利用投票機即時投票，其問題與投票結果簡介如次：

1. 您對韓國公司治理之評價如何？

答：很好 (0.8%)、好 (17.4%)、一般 (38.6%)、不好 (34.8%)、

差 (8.3%)。

2. 對韓國長期發展而言，良好的公司治理很重要嗎？

答：贊成 (93%)、反對 (3%)、不知道 (4%)。

3. 您認為韓國企業在國際間相當成功，主要歸因於什麼？

答：良好公司治理 (15%)、外國競爭者弱 (3%)、匯率較低 (8%)、血汗工廠 (74%)。

K 君表示，韓國公司治理在 ACGA 之 CG Watch 2012 中評比不佳，對韓國影響很大，也讓外資對韓國投資打折扣，由之前的即時問答也可看出，大部分的與會者對於韓國公司治理的印象並不好。而公司治理沒有單一標準，每個公司的公司治理標準不同，無法將某一國的規定置入韓國公司。韓國公司股權集中於少數人，既為所有人也是管理階層，又控制董事會，處於一種三位一體 (trinity) 的狀態，故首先應強化韓國公司之董事會獨立性及管理階層之職能發揮。而外部董事與獨立董事是不一樣的，選任立場客觀中立且具專業能力的獨立董事，並發揮其功能，對於吸引長期投資更有幫助。

L 君認為改善管理階層的品质應為首要條件，但距離國際標準仍有一段很長的路要走，而且應該朝向保護投資人的方向走。韓國近年來引進獨立的董事會架構，是很大的進步。對很多負責人而言，公司治理是一個新的概念，應加強教育及宣導，公司治理與公司價值係正相關。良好的公司治理也會讓企業在國際上籌資更為有利。

法人機構投資人及退休基金影響力大，應勇於發言，其他利害關

係人亦然。退休基金係最大的資產管理者，必須在符合管理規則之情形下運作，產生合理的報酬，既要符合投資人的期待，也要與投資人溝通，有時候無法滿足所有的利害關係人。

辯論：每個公司都有權決定自己的公司治理系統。

主持人：ACGA 研究組長 Mr. Michael Cheng

辯論者：倫敦 RPMI RAILPEN 投資公司公司治理首長 Mr. Frank Curtiss

首爾 CLSA 韓國研究部門首長 Mr. Shaun Cochran

本場次採用牛津大學式之辯論賽，二位對公司治理熟稔的專家，針對上市公司是否應有較多的自由選擇其各自的治理系統表達意見，並針對對方的意見予以反擊，而其他與會的人員則受邀投票決定何者的論點有攻擊防守的力道（非針對事實或自己的意見表達贊成或反對，純粹針對辯論者論點及技巧投票）。

正方（Shaun）認為公司不是存在於真空環境。各自公司最瞭解自己的業務、人員、文化及策略，因此應隨時適應、演化相關的制度，便應有專屬於各自公司的特殊文化性治理系統。

各公司的治理制度不同，在落實到公司治理的實踐時，就有不同，此外各公司市場價格不同，也代表其公司治理的成效，可以透過市場機制選擇好的公司，淘汰不好的公司。

反方（Frank）認為公開發行公司之所以受國際準則的規範，是因為他們已經不是私人公司了，所以應該遵循這些規範來對投資大眾

負責，不可自行選擇。尤其「選擇」包含「選擇不採用」，如公司做此解讀而不遵循公司治理國際標準，則股東權益將受損害。雖然這些準則無法一體適用所有公司，但準則是可以調和的。

公司治理不是只為了公司的競爭，還必須顧及到小股東的權利。這個概念好比船要抵達終點，必須往同一個方向駛，舵手不能各自往不同方向。有一致性的標準更容易執行，也能幫助投資人，創造公眾利益。

最後會中投票，多數出席人員較認同正方意見。與會人員亦提出應遵循國際標準，但因應公司的特色作適度調整，而各國發展出的自律規範等 soft law 即是具有彈性、可供公司參考的範本。

第四場次：大陸公司治理風險

主持人：ACGA 跨區編審、Blackpeak Group 發起人 Mr. Christopher Leahy

與談人：ACGA 委員會委員、Kiwibank 董事長 Mr. Robert Morrison
北京經濟學人首席代表、華南 Valin 鋼鐵獨立董事 Mr. Xu Sitao

香港 Daobridge Capital 合夥人 Ms. Melissa Brown

大陸近年來在公司治理上的改革措施很多，但公司赴海外上市亦屢遭發現財報問題，因此與會人員分別就大陸公司治理現況、未來可能的改變、領導人的改革決心等分享看法。

X君表示大陸資本市場尚在起步，且實質上把資本市場委外給香港，因此要改革、調整，動作不能太快、太重，並且應鬆綁金融相關法令。大陸現行的經濟成長模式並不穩定，領導人也很清楚，大陸若不改革將無法避免金融危機。而 60 年代晚期的領導人並不相信市場力量，然而，現在的領導人在 50 年代晚期曾遭遇文化大革命，非常務實且尊重市場力量，充分了解整個體制需要改變，金融業鬆綁將是改革的關鍵，重點應放在如何確保金融市場能更有效率地運作，更正確評估風險及合理的投資報酬。

B君（外資機構投資人）則認為大陸因為發展快速，許多根本的問題並沒有時間好好處理，因此機構投資人常藉溝通機會拋問題請公司管理階層思考，並協助他們找出公司治理的價值。此外大陸非常重視「關係」、帳冊通常有三本，財報過於美化，都是投資人需要注意的風險，也是政府應該優先處理的議題。由於大陸國營企業眾多，而目前政府刻正努力改革國營事業的經營，因此未來成功的關鍵就是能否將國營事業改造成功，並移植這樣的經驗到私人企業。

X君及B君另表示，由於目前IPO市場的門係關閉的，又缺乏公平的市場機制，因此許多其他的門道便開始進行，如創投、併購、海外上市等，以利資金的有效配置。在此同時部分大陸公司利用VIE (Variable Interest Entities)的方式¹在他國上市，未來可能衍生不容小覷的風險，但大陸政府似乎並未反對。這樣的風險包含如果大

¹ 境外註冊的上市實體公司與境內的業務營運實體相分離，境外的上市實體通過協議的方式控制境內的業務實體，此時業務實體就是上市實體的VIE。

陸政府突然對這樣的行為開始規範，這些公司因為 VIE 所簽署的契約可能會面臨法律風險。另外會利用 VIE 的公司多半也有稅務或外匯證照的考量（取得外匯登記證），但如果公司設立後並未取得相關登記證，在大陸實際經營的公司就非合法之法人實體。此外，這種利用 VIE 架構的公司通常涉及大量的關係人交易及避稅問題，都是主管機關需要正視的。過去在大陸進行併購很困難，因為怕會購入有問題的資產，且 IPO 很受歡迎。然而，過去一年來大陸的 IPO 市場停擺，好公司選擇到 NASDAQ 或 NYSE 上市，國內的投資人無法參與投資。講者認為大陸主管機關係球員兼裁判，需要時間改變，大陸應該不會立即重啟 IPO 市場，銀行將把重心放在財富管理相關產品。從西方的觀點來看，當然希望重啟 IPO 市場，但是問題還是沒有解決。

R 君表示，大陸由於重關係、目前不能上市等因素，導致資金外流，因此應更要求經營階層改善公司治理，否則未來 20 年向海外投資之情況將會越來越多。又會議出席人員多認為未來大陸會有較多的社會問題，顯示其領導階層並應協助公司注意企業社會責任，尋求穩定長久的發展。

研討會第一場--公司面：全球公司治理趨勢對亞洲公司之影響

主持人：香港 Noble Group 總監 Mr. Stephen Brown

與談人：APG 投資公司總監 Ms. Yoo-Kyung Park

Aberdeen 資產管理公司主管 Mr. David Smith

P 君提到，機構投資人評估亞太地區企業之環境、社會、公司治

理及關於氣候變遷、人權等各面向，做為投資決策之重要參考指標。機構投資人加強與公司之對話，了解公司遵循及不遵循公司治理實務守則之原因何在，藉以瞭解公司管理階層是否值得信賴。機構投資人重視董事會獨立性，考量法令對董事會之規範、董事長是否兼任總經理、是否強制設置獨立董事（人數、任期、兼任）及功能性委員會等面向。在韓國，許多公司的財務報告並未經會計師查核簽證、沒有會計師查核意見或甚至未經股東會通過，是很大的問題。P君指出，股權較不集中的公司，表現通常優於市場；而股權較集中、董事會較獨立的公司，股本收益率（ROE）也比較高。身為股東，除了行使權利以外，也有責任提問，公司也有責任說明清楚。

S君提到，目前Aberdeen投資比較少集中在科技事業，而著重在品質較佳的公司。在決定投資標的之前，會先看品質再看價值。在決定品質時，會考量對於公司管理階層的信任度，每年與管理階層開會2至4次，看是否常常有異動的情形，瞭解其決策內容係針對所有股東還是特定股東，並瞭解其關係人交易、股利分派、與政府交易、家族持股、接班計畫等情形，也會到工廠實地訪查、參與股東會，再進行整體評估。

此外，與會者提到有關董監高階主管之薪酬，這15年來將英美的薪酬制度引進亞洲，目前日本、韓國、新加坡、香港已有薪酬的規定。而在薪酬的揭露，除了金額之外，還應該將薪酬標準及決策程序一併揭露，且配合景氣循環，每3至5年應該更新薪酬制度及政策。

研討會第一場—投資人面：解決北亞委託投票的挑戰

主持人：荷蘭 PGGM 投資公司責任投資資深顧問、律師 Mr. Gerard Fehrenbach

與談人：新加坡 ISS 副總經理 Mr. Jun Frank
東京 Broadridge Financial Solutions 亞洲客戶服務首長
Mr. Chris Nixon

首先主持人表示，北亞資本市場近五年來推出相當多的法令改革，但針對機構投資人執行委託投票一事仍存有一些挑戰，讓他們無法以充分資訊及負責的態度行使投票權。究竟北亞的國家有什麼阻止有效投票的主要障礙？法規上應實施什麼樣的措施改善這些問題？食物上上市公司又因採取什麼措施改善股東投票的經驗？

二家股東服務機構比較亞洲幾個國家在委託投票上改革的進展。Broadridge 表示臺灣並未強制要求董事提名制度，如此導致「投資人的痛」，因為這樣的情形會對目前推動的電子投票系統 STP (Straight-through-processing) 產生問題、阻礙次保管銀行揭露董事的相關資料，使投資人直到股東會當日才知道董事候選人是誰，即便有些公司採取候選人提名制，但公司揭露的候選人資料也太過簡略，通常都只有姓名及目前職稱，完全無法知悉他們的背景、經歷、學歷、年齡等等。

在日本，電子投票是在 2004 年開始推動，目前 Nikkei 225 的公司已全部自願採用電子投票。但日本的問題是，只有登記的股東才有權投票，背後的最終受益人則不能投票。在韓國，董事選舉名單中允

許分開選董事之情形 (de-boundled) 只佔 52%，但投資人希望針對個別董事表達贊成或反對。而在臺灣，雖然政府開始推動電子投票，並已將擴大適用範圍至實收資本在新台幣 50 億元且股東人數達 1 萬人之掛牌公司，但外國投資人並無法直接參與電子投票。

另 ISS 表示，日本、韓國及臺灣都僅規範年報在股東會前幾天提供即可，這樣短的時間，股東無法有足夠時間知悉相關資訊，韓國更僅要求 14 天前公佈股東會議程，導致公司提供的資訊都僅是樣本式資訊，甚至部分公司在公佈年報時都沒有經會計師審閱的財務報告資料。此外，日、韓、臺等三國多數股東會沒有英文資料，對外資來說相當不友善

ISS 另以數據表示，臺灣在 2012 年實施股東會登記上限制度後，明顯降低股東會集中情形，與 2011 年相較，集中度已下降 30%

在股東會決議部分，臺灣沒有要求將聘僱會計師議案及關係人交易議案提股東會，在表決時多以鼓掌通過方式決議，無法清楚顯示贊成及反對的情況，部分公司票數加總也不正確，甚至股東投反對票還必須先有書面說明 (statement)，投票之透明度及股東權益保障相對較弱。

此二機構表示，外資投資人希望能推動資訊充分的投票機制 (informed voting)，除有英文議程、詳細的候選人資訊外，並應提供投資人足夠的資訊及時間消化，才能讓股東支持，增加外資投贊成

票而非反對票的機率。

研討會第二場—公司面：強化韓國 ESG 之標準與實施

主持人：香港 HSBC 亞太區氣候變遷策略總監 Mr. Wai-Shih Chan

與談人：SUSTINVEST 執行長 Mr. Youngjae Ryu

韓國公司治理協會 (Korea Corporate Governance Service)

研究員 Deokkyo Oh 博士

R 君報告，韓國的「環境、社會及公司治理 (Environmental, Social and Corporate Governance，以下簡稱 ESG)」報告書起步很晚，過去 10 年發布 ESG 報告書之家數逐年增加，由 2002 年僅 1 家至 2012 年計 96 家，80% 為資產大於 2 兆韓圓之公司。韓國公司揭露 ESG 報告書之目的，大致可分為三類：(1) 瞭解 ESG 揭露之目的與重要性，並詳實揭露 ESG 之執行方案與管理政策，希望能透過這份報告書獲得利害關係人之意見回饋，這類公司非常少數。(2) 由公關部門撰寫，為提升公司正面形象而揭露，提供許多企業社會責任活動之照片及彩色圖表。(3) 為了不落後同儕或同業，感受到競爭者及利害關係人之壓力，出於非自願之揭露，有些公司甚至請顧問公司撰寫。

R 君指出，韓國大型公司與中小型公司撰寫之 ESG 報告書差異很大。大型公司較主動撰寫，中小型公司因資源不足，故撰寫報告書較為被動。大多數韓國公司依據 GRI 指引撰寫 ESG 報告書，缺乏產業所特有之資訊，例如：韓國公司之 ESG 報告書缺乏勞資關係之揭露、汽車業缺乏工會之資訊、半導體業缺乏健康安全管理資訊、金融業缺乏消費者權益之資訊。此外，只報導正面訊息，缺乏負面訊息，也就是

缺乏平衡性報導，在範圍與內容上缺乏一致性及可比較性，缺乏與 ESG 相關之關鍵性報導。未來改善方向包括：

1. 品質重於數量。
2. GRI 指引無法涵蓋各產業特有且複雜之議題，依產業別提出 ESG 揭露指引。
3. 報喜也報憂，揭露如何改善劣勢，避免誇大。
4. ESG 與企業核心業務結合。
5. 利害關係人扮演促進公司重視 ESG 報告書之角色。
6. 逐步要求公司揭露 ESG 報告書，如：資產達一定規模之上市公司為首。

0 君介紹韓國公司治理協會（Korea Corporate Governance Service, 簡稱 KCGS）的 ESG 評鑑系統。KCGS 係 2002 年成利之非營利組織，以改善韓國公司治理為宗旨。KCGS 針對 1999 年發布之公司治理守則於 2003 年進行修正，於同年進行公司治理評鑑並公布評鑑結果較佳之公司名單。2012 年再次修正前開守則。KCGS 於 2010 年公布 ESG 守則，2011 年開始對 KOSPI 上市公司進行 ESG 評鑑，2013 公布所有受評公司之「公司治理項目」得分等級，並公布「社會、環境項目」得分等級 B+ 以上之公司名單。此外，KCGS 將 ESG 評鑑之結果作成報告提供給個別公司及機構投資人參考。

0 君提到近年來韓國公司治理之進展，包括：資產達 2 兆韓元之上市公司應設置提名獨立董事之提名委員會以及審計委員會，目前也有許多自願設置審計委員會。2013 年設置審計委員會之上市公司共 56 家。金融機構應設置薪酬委員會。上市公司董事之薪酬超過 5 億

韓元者，應揭露其薪酬。

研討會第二場—投資人面：增加北亞投資人參與的下一步？

主持人：ACGA 研究組長 Mr. Charles Lee

與談人：韓國大學商學院財經副教授 Mr. Woochan Kim
東京 LIM 顧問公司總經理 Mr. Hiroaki Toya

首先主持人表示，北亞國家近來已成為重要投資之目標，因此公司與投資人對話及相互連結（engagement）的程度也日漸增加。本場次將討論有效的互動策略，包含法令、文化、政治層面的方式。以「事件驅使」的策略是否對公司及市場具有持續性效果影響？抑或以「系統驅使」等較友善的聯結機制較為有效？投資人需要什麼資源以執行其工作？

韓國教授 K 君接著說明其受 ACGA 委託進行問卷調查，發現約 84% 的會員（多半為機構投資人）認為外國機構投資人會為公司增加價值，且股東權越好的國家，其外資股東越能要求公司管理階層強化公司價值。更細部來說，外資機構認為參與最重要的目標包含增加對關係人交易地檢視、改善董事會獨立性等。

K 君並以韓國的主權資產管理基金及國家退休基金為例，舉出該二基金給予上市公司之協助，及可以仿照加州退休基金等大型機構投資人所作的改善措施。

會中，由於日本籍的機構投資人透漏日本上市公司不重視外資態度、不受外資威脅，也甚少願意與外資互動或溝通，因此與會人員分享許多機構投資人與日本上市公司往來的經驗。部分與會員人表示早

期日本公司對本身接班人、未來公司策略與走向等相當避諱談論，且日本文化上較不願做第一個改變者，否則會面臨巨大同儕壓力，但隨其國際據點漸增、全球化影響，近來日本公司已嘗試瞭解外資想法、增加對外對話，並回應外資在股東會的反映。

也有與會人員表示應注意與日本公司互動時所用的詞語，例如不說自己是積極型的股東行動主義者，但表示自己是「樂意參與的利害關係人」，將可減少日本公司的自我防衛機制。此外，日本公司不希望股價變動，比較重視收益，因此機構投資人與日本公司互動時，應避免形成媒體新聞，若真的有訴求時，則應聯合其他投資人共同辦理，以免破壞彼此間的信任。

最後由於許多機構投資人係退休基金，因此與談人建議期應於網站揭露投票政策、選股政策，並於投票前後在網站揭露對特定議題投反對票的理由，以帶動其他投資人一起關注公司重要議題。

第三章 心得與建議

一、 外界對我國公司治理之主觀印象優於日本、韓國：

本次會議期間，透過投票機進行即時投票，40.7%之與會者認為我國公司治理優於日本、韓國、大陸，對於我國多年來之公司治理改革給予正面肯定。然而 ACGA 秘書長 Jaime Allen 先生及東京 Broadridge 亞洲客戶服務首長 Chris Nixon 先生在之後的與談時間表示對上開即時投票結果驚訝，並期許我國公司治理能有更進一步之提升，是以我國除仍應努力改善公司治理之相關制度外，並應適時結

合媒體對外宣傳成果，俾利外資機構充分瞭解我國推動之方向及執法情形。

二、應積極向國際組織宣導「公司治理」宜著重公司之實際表現：

- (一) 本次 ACGA 秘書長報告北亞國家多採成文法，東南亞及英美國家則採不成文法。前者規範較嚴謹、對業者而言較易遵守，但也導致較難落實股東權益上之保障，而後者較具彈性、可隨資本市場的需求變動、對投資人較為友善等特性等，此二類法系亦形成公司在落實公司治理之心態上有所不同。
- (二) 經查採不成文法之國家，所訂之公司治理規範多為自律性質 (soft law)，且多採「遵循或解釋」(comply or explain) 之模式，惟若再進一步瞭解由何者監督公司有無「遵循或解釋」時，則不盡然有監督單位或執法行為²，另查許多不成文法國家之上市(櫃)公司亦發生不符合公司治理精神之事件而讓主管機關頭疼不已。然就成文法國家而言，公司必須遵守法規條文，且主管機關必須依法行政，因此執法效率較上開不成文法國家為佳。
- (三) 國際組織或評鑑機構過往常以各國相關法規、規範是否依 OECD 公司治理原則訂定，作為給分或評鑑之標準，惟成文法國家在修法上面臨較多挑戰，但一旦明定為法令，公司便必須遵守；而成文法國家雖可迅速明定相關守則、準則，但執法上恐不若成文法國家具有效率。是以建議未來透過適當時機向

² 筆者曾詢問過英國董事協會，並無具體監督之單位。另本會刻正整理 APEC「金融海嘯對公司治理之啟示」專案，業蒐集亞太地區採行「遵循或解釋」之國家有無監督單位，所獲答覆亦無肯定之說法。

國際組織表達，在評估一國之公司治理情況時，應以該國公司之平均表現做為參考基準，而非以是否具有該等規範作為評分基礎。

三、 強調公司治理之優點，並協助上市（櫃）公司創造價值：

公司最終之目的係為永續經營，風險管理或避免違法、舞弊等僅係公司治理之一部分。部分公司無法體認推動公司治理之好處，往往認為公司治理措施僅防弊措施、徒增公司成本，導致政府推動相關措施時面臨挑戰，部分公司亦無動機自發性落實。目前國際上已有聲音強調「公司應自己決定適合的公司治理模式」，也有學者以此為題調查，發現獲利能力良好的公司（如 Apple），董事會的組成卻不符 OECD 所建議之公司治理原則³。因此我們在關注公司之治理狀況時，不宜強制所有公司依循國際組織發布之治理原則，宜強調公司治理的優點，由公司先瞭解在其整體制度或運作上哪部分最需要強化或風險最高，進而採用國際建議之公司治理原則，並與業務營運連結，以創造價值。例如公司若發現其業務推展面臨瓶頸，或許可從增加董事會成員之多元化、擬訂利害關係人關係維護策略著手，透過此類公司治理原則之落實，公司拓展新商品或服務之機會將有可能增加，因與利害關係人之互動增加，也較能瞭解供應商、客戶、投資人之想法而予以調整經營策略，此等均為創造公司價值之方式。

³ 參考Erik P. M. Vermeulen "Understanding the Board of Directors after the Financial Crisis" 2013年10月份報告。

附件

一、會議議程

二、投票結果