

【專題】

亞太地區公司治理發展趨勢與對我國之啟示

胡則華（證期局科長）

壹、前言

亞洲公司治理協會（Asia Corporate Governance Association, ACGA）及里昂證券亞太市場部（CLSA）於 2012 年 9 月發布 2012 CG Watch，在其評比的 11 個亞洲國家¹中，我國公司治理排名為第 6，由 2010 之第 4 名下降 2 名。

該協會係持續性瞭解亞洲重要國家之公司治理進展，並每二年刊印 CG Watch 報告，評論亞洲 11 個國家公司治理之發展情況，其評比項目包含公司治理法規與措施、執法、政治與法規架構、會計處理及公司治理文化等共 5 大項。

2012 CG Watch 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、改善董事提名制及股東投票機制，及強化執法資訊之揭露等。另該報告並建議我國詳細與即時地揭露之執法資訊、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

¹ 包含新加坡、香港、泰國、日本、馬來西亞、印度、大陸、菲律賓、印尼、韓國及臺灣。

我國公司治理之推動情況一向名列前茅，歷年報告中，多僅落後新加坡、香港及日本。2012 CG Watch 一下子將我國名次調降 2 名，無疑對主管機關近年來推動公司治理之努力一記當頭棒喝。尤其該報告指出我國推動速度過慢，而區域內其他國家之進步快速乙節，更刺激公司治理主管機關正視他國之發展近況。為此，金融監督管理委員會（下稱金管會）透過國際網絡、參與亞太經濟合作會議（APEC）經濟委員會及經濟合作發展組織（OECD）執法工作小組之機會，蒐集亞太地區公司治理之近況及發展重點，作為我國未來公司治理改革之參考。

本文整理亞太部分國家公司治理之改革重點，尤其分三部分簡述區域內推動之公司治理文化、董事會功能及股東權益保障等措施，同時亦簡述這些推動重點對我國強化上市（櫃）企業公司治理之啓示，並分析他國經驗有無可供我國借鏡之地方。

貳、公司治理文化

一、亞太國家發展重點及趨勢

1997 亞洲金融風暴後，亞太各國公司治理的法令規範，主要都依循世界銀行、OECD 及國際證券監理機關組織（IOSCO）所建議之方向。然而，整體公司治理的優劣，除了法令規範及執法（Enforcement）效率外，國家整體公司治理文化亦係重要影響因素，因此近來亞太部分國家強調公司治理文化，甚至擬塑造公司治理「生態」，期望以整體社會對公司治理之重視，取代一部分政府執法，促進公司治理之有效達成。

泰國係 2012 CG Watch 中排名第 3 的國家。其證管會在 1998 年設立「公司治理工作小組」，提出上市企業公司治理策略大綱，泰國政府並訂 2002 年為「良好公司治理年」，由內閣指派首相（Prime Minister）籌組「國家公司治理委員會」，透過政府單位及民間部門之夥伴關係共同推動相關措施，以強化投資人對上市公司及市場中介機構的信心。2002 年泰國證券交易所也建立「公司治理中心」，支援並協助上市公司建立良好公司治理和注重利害關係人利益，亦提供諮詢服務、教育上市公司的董事、經理人，並整合其他民間公司治理系統的組織，以落實提升整體公司治理的目標。

2005 年泰國接受世界銀行評鑑。依據世界銀行 2013 年 1 月所公布之「公司治理標準與規範之遵循報告（全名為 Corporate Governance Report on the Observance of Standards and Codes）」，泰國在各項指標皆高於亞洲區域之其他國家，如印尼、

印度、馬來西亞、泰國、菲律賓及越南等國之平均分數。泰國在公司治理方面之明顯改進，同時也提升其股市在當地和外國投資者眼中的形象，其股市於 2012 年 3 月晉升英國富時指數 (FTSE) 「先進新興市場」名單，對其經濟及資本市場之競爭力具有相當正面之影響。

觀察泰國在公司治理上進度快速的原因，主要係透過三大方面進行：改善相關法規、善用市場機制、加強公司自律。尤其在善用市場機制及加強公司自律部分，有相當多值得學習之處。首先泰國投資人協會 (Thai Investor Association, 下稱 TIA) 持有每家上市公司股份以成為股東。若其發現公司有不恰當的提案，則徵求委託書透過投票方式反制大股東。2006 年泰國證管會並與 TIA 及泰國上市公司協會共同辦理股東常會評鑑，以增加上市公司對股東常會之重視及鼓勵股東積極參與。依據 TIA 發布之資訊，上市公司股東常會評鑑之平均分數，已從 2006 年的 52 分進步到 2013 年的 91.04 分²。

自 2001 年起，泰國董事協會 (Thai Institution of Directors' Association, 下稱 IOD) 即以 OECD 公司治理原則作為基礎，辦理上市公司公司治理調查³，並將結果製成報告 (Corporate Governance Rating, 簡稱 CGR) 公諸於世。這樣的報告協助上市公司大幅改進公司治理措施，其平均分數自 2001 年的 50 分，進步到 2012 年底的 77 分⁴。泰國證管會自 2008 年起進一步要求證券商在其證券分析報告中納入 CGR 之評量結果。該舉提高 CGR 之價值及可用性，並使投資人得以篩選出公司治理好的企業。亞洲區許多董事協會目前也參考泰國 IOD 所建立的指標辦理上市企業公司治理調查。

泰國證管會也透過媒體提高社會對良好公司治理的重視。證管會及證券交易所經常性使用網站、出版品、報紙文章、雜誌、電視節目及展覽等，傳遞泰國資本市場的新聞及資訊，包含良好公司治理的要素及利益等。此外，針對特別的議題，證管會或證交所會利用報紙專欄、電視財經頻道節目等予以宣導或說明。實施以來，財經報紙已注意公司治理之相關議題，如上市公司重大資產之取得或處分、關係人交易、股東會決議及公司治理執法情形等。

而在教育訓練部分，泰國證管會及其民間機構，亦努力提升市場參與者對公司治理之認識。IOD 在 1999 年成立並提供董事專業訓練及最佳實務指引；證交所設

² Bangkok Post 2013/8/16 <http://www.bangkokpost.com/business/news/364856/thai-agm-scores-rise-again-with-improved-transparency>

³ 共有 130 項評估指標，評等結果分為 5 級。

⁴ IOD 出版之報告 (分數較前二年略有下降，係因上市公司家數增加之影響) <http://trt.listedcompany.com/misc/20121203-TRT-BrochureCGR2012.pdf>

置證券學院提供投資人有關財報或投資的相關教育課程，另外也以學術機構財經領域講師為種子教師設計課程，並推動泰國大學增加公司治理學程，目前甚至已有大學具有公司治理發展博士及碩士學位。

近來東南亞國家協定（簡稱東協）訂定公司治理計分卡，促進泰國更進一步落實公司治理相關原則之推動及改革。泰國 IOD 及交易所紛紛依據計分卡之內容修改公司治理相關規範及實務準則等，加速落實公司治理記分卡的目標，進而強化泰國上市公司在東協的競爭力。

在 2012 CG Watch 中排名第 4 的馬來西亞也有許多值得學習的地方。在東南亞金融危機後，馬來西亞聚焦在強化法律規範之架構，於 1999 年高等財政委員會（High Level Finance Committee Report）發表公司治理改革報告，於 2000 年發布治理守則及成立「小股東利益監管團體（MSWG）」，以保護小股東的利益，2011 年馬來西亞證管會公布「公司治理藍圖」，以 5 年為期，強調公司治理法令、自律及市場機制並重，共同建立良好的公司治理生態。

馬來西亞有些措施與泰國的機制相同，在此不贅述，但馬來西亞公司治理藍圖中，有些較特別的設計。例如馬來西亞證管會參考英國及澳洲的做法，推動由機構投資人組成協會，以集體展現機構投資人對特定議題的關心、找出阻礙公司治理發展的原因及對策、對特定公司遵循公司治理措施之情形相互交換意見，進而塑造或影響公司治理文化。

此外，馬來西亞 MSWG 對每家上市公司都持有一股，以積極詢問公司影響股東權益的問題、參訪公司及於股東會表決等方式，展現股東行動主義。相較過去幾年，現在公司都對 MSWG 持正面肯定的看法，除配合其詢問外，亦相當重視機構投資人的意見，且股東會採取逐案票決的情形增加。又 MSWG 除瞭解及監督上市公司外，平日亦加強與投資人溝通及辦理教育訓練，致使投資人現在對股東會之參與程度提高，也較會閱讀財報、股東會議事錄，及在股東會中詢問問題、參與投票等。

財經媒體報導之方式亦直接影響社會大眾對上市公司或資本市場之印象，因此馬來西亞證管會也籌組工作小組設計課程，協助財經記者更瞭解公司治理之內涵、上市公司領導人對公司治理之看法、違反公司治理案件調查報告之意義等，並對推動公司治理或教育大眾認識公司治理不遺餘力之記者給予獎項。

紐西蘭與澳洲的推動方向則大同小異。紐西蘭金融市場管理局（Financial Market Authority，簡稱 FMA）採取的方向比較傾向先教育公司高層、由其俱備廉潔正直的特質後，再導引其注重投資人權益，期能有效回復市場信心。澳洲雖然沒

有公司治理中心，但其交易所設有公司治理委員會，負責訂定公司治理準則與建議、公司治理要件，並要求上市公司於年報報告中遵循 **comply or explain** 之原則。澳洲另設有吹哨人（Whistleblower）保護制度，在其公司法第 13 條與第 17 條明文保護提供資訊予澳洲證管會或公司管理階層之吹哨人⁵。

在塑造公司治理文化上，機構投資人也扮演相當重要的角色，新加坡安本資產管理亞洲公司治理主席 Mr. David Smith 於 2013 年在 OECD「亞洲公司治理圓桌會議」裡表示，目前機構投資人參與股東會之情形，以美國最積極，約有 81% 之機構投資人會出席股東會，韓國次之約 79%、日本 75%、英國 68%。他表示機構投資人平常就必須與標的公司溝通、要求董事會朝符合整體股東利益的方向努力，因此若董事會在股東會之提案未通過，則代表機構投資人的失敗。此外，他建議主管機關也可要求資產管理公司對上市公司可能影響股價的議案，都必須行使投票權，並揭露代理投票之指引供投資人檢視，及每年於其網站揭露投票紀錄。

二、對我國強化上市（櫃）企業公司治理之啟示

由亞太國家推動公司治理改革的重點可知，要提升整體公司治理成效，不能僅仰賴政府法令或措施，還必須借重民間力量與市場機制，促使企業為競爭資源而落實誠信經營與追求企業的永續發展。因此我國未來欲提升整體上市（櫃）企業之公司治理，宜從「法令規範」、「市場機制」及「自律」三方面一併規劃努力。另從泰國及馬來西亞的成功經驗來看，由政府主導，明定未來努力的方向，並鼓勵或建立機制由民間、市場共同努力，仍為最簡易又能快速達成目標的方式。又我國辦理公司治理或企業永續發展的民間組織為數不少，但各司其職，資源及效果未能整合，甚為可惜。因此我國未來推動公司治理時，應成立專責單位積極整合民間力量及資源。

此外，我國政府在媒體的運用上略顯保守。若上市（櫃）公司發生不符合公司治理之事件時，主管機關未在第一時間對外表達立場，外界即易有主管機關「不作為」之印象。如能參考泰國及馬來西亞作法，平時透過專欄或節目宣導公司治理概念，一旦發生事情時，亦可立即說明主管機關立場，一方面能遏止仿效者進行類似不符公司治理精神的行為，一方面可以形成輿論對惡質公司施壓，促其改善或約束其未來行為。主管機關如擔心對媒體發布消息可能引發爭訟，則可參考各國證券主管機關在 IOSCO 網站發布投資警訊⁶之用語，以「主管機關對這樣的作法存有疑慮，並呼籲上市（櫃）公司應...」這樣的說法解套。

⁵ <http://www.asic.gov.au/asic/asic.nsf/byheadline/Protection+for+whistleblowers>

⁶ http://www.iosco.org/investor_alerts/

目前東協製訂之「公司治理計分卡」包含相當多國際先進公司治理概念，且業經過東協國家討論如何具體落實，因此也是我國可以參考運用的方向。我國目前非東協成員，但如積極表達參與的意願並主動採用，或許能獲其支持，又推行該計分卡，可提升上市（櫃）企業之公司治理程度，且受國際肯定，將來在東協其他領域之合作發展，我國上市（櫃）公司也不易被邊緣化。

另外機構投資人之角色部分，我國股票市場投資人結構雖然以小額投資人為主，然機構投資人卻對上市（櫃）公司的經營具有重大影響力，因此馬來西亞、英國及澳洲推動由機構投資人組織協會的作法，應值得我國參考。我國如能設立專責公司治理單位，即可協助組織此類協會，推動機構投資人定期聚會交換對特定議題或特定上市（櫃）公司的意見，並提供改善的建議。此外，我國的機構投資人如證券商、證券投資信託事業、銀行、政府基金等，內部較少單位負責追蹤上市（櫃）企業的公司治理實施情況，是以建議協助我國機構投資人，將上市（櫃）企業的公司治理情況列為其投資分析之參考資料，並學習外國機構投資人監督之方式，逐步引導機構投資人深入瞭解公司經營政策與治理模式，進而問責、促使公司追求更高水準之治理與企業價值。

參、董事會功能

一、亞太國家發展重點及趨勢

（一）獨立董事

亞太地區的法令規範逐步跟隨歐美腳步，要求上市公司應設置獨立董事。目前香港、新加坡、泰國、馬來西亞、加拿大、紐西蘭、智利等，均已要求全面設置獨立董事。近來更有求提高獨立董事在董事會比重之趨勢。香港、泰國要求董事會1/3以上成員為獨立董事；紐西蘭要求全部上市公司至少有3名董事，並且最少有2名獨立董事，但如果公司有8位以上的董事成員，至少應有3位或1/3以上的董事為獨立董事；馬來西亞在其公司治理實務守則中建議，若公司的董事長非獨立董事，則該董事會之獨立董事人數必須過半。

然而各國對獨立董事的獨立性仍有疑慮，尤其若獨立董事係由大股東所提名選任者，其究竟能否獨立判斷與行使職權？OECD建議可參考韓國之因應措施。韓國商業法規定，資產達2兆韓圓之上市公司以及金融機構，董事會至少應有3人，且半數以上應為獨立董事（或稱外部董事）。又此類公司必須設置「獨立董事提名委員會」，其成員半數以上須為獨立董事。此外，單一大股東持股超過公司已發行股數3%時，選任獨立董事時，表決權數超過3%部分不計入。因此韓國商業法這部分

的設計，得以限制大股東對獨立董事之控制力，減少大股東對獨立董事的影響，進而達成維護獨立董事獨立性的目標。

OECD 並鼓勵各國參考義大利及智利所採用的措施，藉以促進小股東參與董事提名、選舉及制衡大股東對董事會的控制力⁷。在義大利，小股東可擁有自己的董事候選人名單（slate），在該名單裡，至少由一位得票數最高的候選人當選董事。部分公司針對小股東的名單及大股東的名單有不同設計；某些對大股東的名單仍提供較多的董事席次，但至少保留一席給小股東名單中的候選人；有些則要求大股東及小股東的名單按照所收取的票數比例分配可選出的董事席次。

在智利，6 家大型退休基金在資本市場扮演重要角色，因為每個退休基金對單一公司之持股不得超過 7%，是以主管機關鼓勵他們與其他小股東合作共同選任獨立董事，法規上也允許退休基金得以集合及累積投票制行使對獨立董事之投票權。此外法令並禁止退休基金投票給與大股東有關係之候選人。

（二）董事成員多元化

除了引進獨立董事並強化其功能外，為協助上市公司進用對公司發展有利的董事，及符合國際間重視兩性平權之趨勢，亞太國家已開始著重董事會成員的多元化。澳洲近年來推動董事多樣化，特別是澳洲證券交易所 2010 年修正公司治理原則與建議，要求揭露董事會及高階主管女性成員所占百分比。紐西蘭證券交易所 2012 年規定新的上市公司需揭露公司董事會和高階經理人中女性的人數，還需要評估與該多元政策相關的業務報告。馬來西亞在其公司治理藍圖裡設定兩性平權政策，目標於 2016 年前女性董事之比例應達 30%，另推動由民間建立董事資料庫，利用嚴格的篩選標準檢視符合資格的董事，並將相關資料登錄於資料庫中，以利上市公司挑選為候選人。

（三）提名制度

亞洲國家在提名制度上多半重視三部分：小股東的提名權、強化提名委員會的角色及功能，及提名資訊的揭露。有關小股東的提名權部分，加拿大和澳洲規定小股東最低持股比例達 5% 才有提名權；日本、韓國、智利及我國則規定小股東最低持股比例達 1% 就有提名權。

在提名委員會部分，OECD 引用 Grant 2007 及 Heidrick 2011 年的調查⁸，歐洲約有 80% 的公司設有提名委員會，其中約有 56% 係由獨立董事組成，而在亞洲僅有

⁷ OECD Peer Review on Related Party Transactions and Minority Shareholder Protection 2011

⁸ Grant, G., Beyond the numbers: Corporate governance in Asia and Australia, Deutsche Bank, 2007
Heidrick & Struggles, a Board of Directors Survey 2011, Heidrick & Struggles, 2011

56%的公司設有提名委員會，其中約有 9%係由獨立董事組成。另依據 OECD 2011 的調查，亞洲目前僅有大陸、印度、菲律賓及韓國以法規要求強制設立提名委員會。其他國家則係建議或鼓勵公司設立提名委員會。

提名委員會之規範部分，澳洲證券交易所要求一定資本額以上之上市公司應設置提名委員會，成員至少 3 名，且多數成員及主席必須為獨立董事。馬來西亞要求提名委員會由非執行董事組成，且獨立董事必須過半。新加坡則在守則中要求董事之提名必須透過提名委員會。日本之上市公司若採委員會制，則必須設立提名委員會，成員至少 3 名，且過半數必須由外部董事組成。

在提名資訊之揭露部分，新加坡、馬來西亞、香港、大陸及菲律賓等，已要求必須詳細揭露董事候選人的資料，包含學經歷、目前已兼任的工作、與其他股東或管理階層的關係等。韓國並要求公司必須在股東會召開的 2 周前公布候選人的背景資料，包含姓名、經歷、資格條件、提名程序、推薦人、與推薦人的關係、與大股東的關係及提名理由等。該等資料並揭露於金融監理服務署（Financial Supervisory Services）的資料系統（Data Analysis, Retrieval and Transfer System）及韓國證券交易所的「KIND」線上資訊系統。

（四）審計委員會

亞太部分國家對於審計委員會的設置，已有法令強制的情形。目前紐西蘭、香港、加拿大、印尼、澳洲及秘魯均強制要求上市公司應設置審計委員會。澳洲證券交易所強制前 500 大上市公司應設置審計委員會，更要求前 300 大公司之審計委員會成員至少 3 人，且獨立董事應占大多數，並由獨立董事擔任主席。

除了強制設置審計委員會外，亞洲地區除了韓國，在審計委員會方面的改革並不明顯。韓國政府為補救財閥（Chaebol）造成的缺點並保護小股東的權益，已檢討修正商業法，要求公司辦理審計委員會成員之選舉時，單一股東若持有公司已發行之有表決權股份總數達 3%時，就超過 3%部分無表決權，進而提升審計委員會之獨立性。2009 年更進一步限制第一大股東之關係人、關係企業、以其名義持有股份或委託其行使表決權者⁹合計持股超過 3%時，超過 3%部分無表決權，使其於選任審計委員會中屬非外部董事成員時受到更多之限制。

（五）董事及經理人薪酬議題

澳洲在金融海嘯後推動上市公司的薪酬改革措施，即「兩好球」機制。上市公

⁹ 本會委託證交所及證基會辦理之 APEC 專案結案報告草稿：金融風暴對公司治理之示與法制之示。

司應於股東大會揭露上年度個別董事及高階經理人的薪資與紅利，並透過股東會徵詢意見。若股東以 25% 以上累積投票方式否決，即為「一好球」，公司需對外公告此決議結果；若董事及經理人的薪酬於次年股東會報告時，再度經股東大會以 25% 以上股東否決，則為「兩好球」，股東會得以過半數通過要求董事會於 90 日內解散改選或更換董事，公司並應揭露是否取消原薪酬政策。由於媒體偏好報導公司發生兩好球情形，故經營階層為顧及其個人聲望也會收斂不當行為，故近年來其薪酬有下降趨勢。此外，舊公司法對管理階層之紅利訂定上限為本薪之 7 倍，2009 年公司法新增規定則要求若支付管理階層之紅利超過其一年薪資金額，應經股東會通過。

二、對我國強化上市（櫃）企業公司治理之啟示

依據 Dahya et al 2005 年的一份報告¹⁰，公司董事會由非控制性股東或其有關的人所組成時，其公司價值越高，且這樣的正相關具有統計上差異。Claessens and Yurtoglu 2012 的報告¹¹也顯示較好的公司其獨立董事的數目也較多。Black et al. 2006 的報告¹²亦透露，擁有一半以上外部董事的韓國企業有較高的 Tobin's q（較股價高 40%），且較能控制內部人的自利交易（self-dealing）。

亞太部分國家目前對於獨立董事之設置，除已朝向全面設置之外，並進一步要求增加獨立董事在董事會中的比例，且為了減少大股東對獨立董事之影響力，某些國家並已採取限制大股東權力之制衡措施。我國目前係要求公開發行公司應至少設置董事 5 名，屬上市（櫃）公司且實收資本額達新臺幣 100 億元以上或為金融機構者，必須強制設置獨立董事 2 名以上。面對國際上訴求董事會獨立性的聲音及亞太大多數競爭對手已全面強制設置獨立董事的情形，我國全面要求上市（櫃）公司設置獨立董事係必然之路。

至於亞太地區提升獨立董事在董事會的比例究竟長久下來對公司或股東是否有利，外界仍看法分歧。一般認為獨立董事多半非產業專家，在董事會中若居半數以上，恐降低議事效率，阻礙公司迅速回應市場脈動或需求的行動。又獨立董事的設置，目的在於防弊，如果一家上市（櫃）公司的經營階層重視股東權益、懂得自律、以企業的長期永續發展為宗旨，就算沒有獨立董事，股東仍支持及信賴，且公司可免除許多經營成本。因此我國未來推動公司治理時，仍應著重提升經營階層對誠

¹⁰ Dahya, J., O. Dimitrov and J. Mc Connell, Dominant Shareholders, Corporate Boards, and Corporate Value: A cross Country Analysis, Finance, #099, 2005

¹¹ Claessens, S., and B. Yurtoglu, Corporate governance in emerging markets: a Survey, 2012

¹² 由 Claessens and Yurtoglu 2012 引用。

信經營、企業社會責任的重視與自覺，由董事會自行針對外界或股東對公司的觀感，決定董事會的組成。

而在獨立董事的選舉部分，為確保其獨立性，應可參考提名委員會的設置、義大利不同候選人名單的設計或智利允許機構投資人集合投票的作法。獨立董事代表非控制股東的意見，因此其獨立性相形重要，應確保其未與控制性股東有任何利益糾葛。提名委員會若全數由本身資格已一定程度與控制性股東劃分的獨立董事擔任，應可逐步減少控制性股東對獨立董事的影響性。另為增加小股東監督公司的管道，採用小股東的候選人名單制或鼓勵機構投資人集合投票，由其選任代表小股東之董事、表達小股東關切的立場，應能確保董事會的決策係以整體股東權益為考量。

最後，為能鼓勵小股東或機構投資人選任適合的董事，主管機關似有必要要求上市（櫃）公司充分揭露董事候選人的相關資訊。目前我國上市（櫃）公司即便採取董事提名制，所公告之董事資訊仍太過簡略，通常僅揭露董事姓名。甚至連董事競業的相關資訊，公司亦係於候選人確定當選後，才在接續的股東會議案中公布。因此股東於股東會召開前無從知悉候選人的詳細資料，亦無法獲得該候選人與公司之利益關係，在資訊不充足的情況下，股東即無法選任適合的董事。因此未來建議應強化上市（櫃）公司揭露董事候選人之相關資訊。

肆、股東權益的保護

一、亞太國家發展重點及趨勢

（一）關係人交易

關係人交易之所以引起關注，主係因這些交易可能非以市場價格進行，因此大股東或者內部人就可從交易中獲得私人利益，致損害小股東或其他利害關係人的權益。許多國家主管機關從而立法管理關係人交易，冀能降低潛在的利益衝突。通常針對關係人交易的規範方式分為三種，包含充分揭露、要求股東會通過，以及禁止某些關係人交易。

以新加坡公司法為例，其 Section 156(1) 明定，任何董事與公司之交易事項中，若有其個人直接或間接利益，應於其知悉事實時，在董事會中立即揭露所具利益之性質。Section 156(5) 明定，董事兼任公司職員或持有財產，且該職員之職責或財產之利益可能與其董事之職責或利益有所衝突時，該董事必須於董事會充分揭露該衝突及其利益之性質、特性及範圍。公司法 Section 162 規定上市公司原則上不得將資金貸與公司董事，或貸與給跟公司有關係之董事，亦不得對該類董事提供背書保證。

新加坡上市規則 905 規定，以集團最近期經會計師簽證之淨有形資產為計算標準，任何金額在淨資產價值 3%以上之關係人交易，發行人均必須立刻公告。此外，發行人必須依據上市規則 917 的規定，以年度為基礎，在年報中揭露過去一年關係人交易之累計金額、關係人名稱、相對應的交易金額等。如該金額在上開淨有形資產價值 5%以上，依據上市規則 906 的規定，發行人尚必須取得股東會之同意。

馬來西亞 1965 年公司法 Section 132(2)及 132E 明定公司董事或職員如運用公司之資產、因職位取得資訊及獲利機會，或從事與公司具競爭性之業務以為其個人或他人獲取直接或間接利益或損害公司利益者，必須經過股東常會之同意。此外，董事或大股東（5%以上持股）未經股東常會事先之同意，不得自公司取得或處分股份或非現金資產。公司法 Section 133 及 133A 中亦規定上市公司不得將資金貸與公司董事、關聯公司之董事，亦不得對該等董事提供背書保證。

澳洲 2001 年公司法 Section 218 規定，公開發行公司之董事、管理階層與內部人之關係人交易應經股東會決議通過，另澳洲證券交易所應監控關係人交易是否經股東會許可，若有違反，則移交證管會調查；紐西蘭規定，公司如向關係人所購置之資產總金額達公司市值之一定門檻時，公司應先獲得股東會同意並在財報中揭露；加拿大 MI31-101 Protection of Minority Security Holders in Special Transactions 要求特定關係人交易應由經營階層事先準備相關資料並公告周知、進行獨立且正式的評估，並經股東會通過；智利亦規定特定關係人交易應經股東會 2/3 以上通過。其餘各國原則上都要求關係人交易至少應經董事會核准。

（二）受益人資訊之掌握

前述所稱「關係人」，定義上多依據國際會計標準委員會（International Accounting Standards Board）之原則，以「一方是否對另一方具有控制權」或「可對另一方的財務及運作決策具有重大影響力」為斷。但是否具有控制權及所有權，則仰賴公司資訊之揭露，因此多數國家亦要求公司揭露最終受益人的資料。例如馬來西亞 1965 年公司法、香港公司條例、新加坡公司法、印度 1956 公司法第 4 度修正案、孟加拉 1994 年公司法、越南企業法及蒙古 2011 公司法等對最終受益人的揭露都有相當詳細與完整的規範。

以馬來西亞 1965 年的公司法為例，Section 158 明定公司必須維護董事成員的登記資料¹³，該資料不需對外公開，但有董事成員要調查時公司必須免費提供查詢。此外，公司必須保存及維護大股東（持股 5%以上之自然人及法人）的詳細資料

¹³ 該登記資料包含之資訊有：公司董事成員之姓名、地址、身分證號碼、國籍、任何董事成員的相關資訊、所持有之股數、為股份已支付之金額、就任或解任日期、分派股份之日期。

，包含基本資料、該大股東對公司有表決權股份所具有之相關利益及理由，以及該利益的完整描述。又大股東有義務確保於成為大股東之 7 日內通知公司其股份之重大利益等相關資訊，且任何重大利益的改變（包含終止該利益）均必須通知公司。所稱利益，廣義定義為獲取股份或股份所含利益之權利。

馬來西亞 1965 年的公司法也明定，上市公司應要求董事成員通知公司其是否以最終受益人或受託人的身分持有公司有表決權股份；若該成員為受託人，則必須揭露最終受益人為何。此外，董事成員亦必須通知公司該等有表決權股份是否另訂可由其他人行使權利的協議。上市公司也有權利要求對該公司有表決權股份利益之人揭露上開相關訊息。公司法並授權主管公司登記之機關要求公司或相關人員對直接或間接所持有或取得的股份申報法定資訊。

馬來西亞的證券法令也對股份控制權及所有權之揭露有嚴密的規範。上市公司收到重大股權變動的通知或知悉經營權變動時，必須立即公開揭露。此外，上市公司必須在年報中揭露大股東姓名及他們直接或間接股權利益（包含股數及持股比例）、董事在公司及其關聯企業直接或間接利益（包含股數及持股比例）、各股票類別及轉換有價證券之持有者數目及所擁有之投票權、各股票類別及轉換有價證券之股利分派原則與程序、各股票類別及轉換有價證券前 30 大持有者姓名及其持股股數與比例。

印度證券交易管理委員會所定之 2011 重大股份取得及收購規定明定，持股 5% 以上者必須揭露該持股相關資訊，並強制要求投資人揭露股東協議（shareholder agreement）；若股東係與其他股東共同持有 5% 以上公司之股份時，亦必須揭露代理協議。印度、印尼、馬來西亞、新加坡及泰國也要求持股超過 5% 之股東必須向公司揭露最終受益人或其相關安排之變動。

為避免受監督，上開最終受益人有可能利用代理人帳戶、多層次公司架構及股權衍生性商品躲藏。馬來西亞 1991 年證券業條例要求每個集中保管的證券帳戶必須以最終受益人的姓名或授權代理名稱開立。集中保管相關規定更進一步要求若係以授權代理名稱開立帳戶，該授權代理名稱必須向集中保管機構提供最終受益人的姓名及其它相關資訊。若授權代理名稱帳戶違反規定不提供，集中保管機構可以撤銷該授權代理帳戶代理之權利、停止該帳戶代理作業之行使，或者由集中保管機構視需要施予該代理帳戶一定條件之約束。因此即使保管銀行及運用代理帳戶之公司使用綜合帳戶（Omnibus Account），他們仍然有義務應主管機關的要求揭露股票最終受益人的資訊。

（三）司法及爭議解決途徑

在訴訟程序部分，目前紐西蘭、加拿大及我國等有集體訴訟制度，紐西蘭、澳洲及我國亦可透過特定機構代為求償。此外，紐西蘭金融市場管理局可主動代表投資人提起民事訴訟，而加拿大安大略省證券法 Section 127 授權主管機關對不法行為人提起訴訟，且賦予主管機關得按「商業公司法」之規定請求法院啟動偵察程序，調查公司漠視股東權益之行為。

另外部分國家設立特別機構或紛爭解決機制，例如澳洲設立團體訴訟基金，紐西蘭有政府設立儲備基金，秘魯則有投資評議機構，以簡化、便民的方式處理小股東與公司間之爭議。

（四）資訊揭露

在資訊揭露部分，澳洲之規範較為嚴謹，公司應「立即揭露」重大訊息，而非遞延 24 小時或 28 小時再揭露，若遲未揭露而違反「公司法」，澳洲證管會得以公司延遲揭露為由提起訴訟，違反者需面臨民事懲罰金或侵害警告。此外，消息公開應透過澳洲證交所公告電子平台，除非該交易所確認，重大資訊不能對外公告，且其設有小組每天閱讀全國性與地方報紙，以檢視是否有值得注意的資訊。

日本東京證券交易所自 2009 年 12 月起，要求揭露公司治理架構、執行階層薪酬、策略性持股目的與投資目的，並要求揭露股東大會投票結果細節。

在資訊揭露評鑑部分，目前除我國外，日本、秘魯亦對上市公司揭露之資訊進行資訊揭露評鑑。日本東京交易所並自 2010 年開始設置資訊揭露獎（Disclosure Award System），目前更擴大範圍不僅限於資訊揭露。

二、對我國強化上市（櫃）企業公司治理之啟示

多數市場認為關係人交易在市場經濟中扮演重要及正當的角色，由於公司間財務上的交易促進貿易及外國投資，而關係人交易因資金成本較低及具有節稅效果，因此對企業來說相當具有誘因。但關係人交易也可能引發弊端或剝削小股東權益，因此在權衡其利弊下，似應區分各類型的關係人交易，並加強規範較易引發弊端者。

區分各類關係人交易後，應擬訂分類管理之原則。例如禁止類、應經股東會通過類、應經董事會通過類等，以及分類規範表決之方式、迴避要求及表決權數等。此外，法令上是否須針對所有的關係人交易都要求充分揭露，容有進一步考量之必要。若屬於 100%母子公司間業務上的往來，或許可參考馬來西亞作法，要求其於

年報上揭露過去一年關係人交易之累計金額、關係人名稱、相對應的交易金額，而無須每筆交易都揭露。

另外，亞太部分國家對大股東揭露持股變動資訊之規範，多已要求立即（變動日之次日內）揭露且大股東係指持股 5%以上之股東。又外資及國際組織已多次建議金管會要求上市（櫃）公司即時揭露股權達 5%以上股東之持股變動情形及最終受益人之情形。我國對上市（櫃）公司大股東之定義為股權達 10%者，然依據上市（櫃）公司之年報資訊，前 10 大持股之股東，其持股多在 5%以下，因此若將大股東之定義降低為持股 5%以上者，且要求其持股之變動應立即公告申報，對市場造成之衝擊應非重大，惟此部分涉及證券交易法之修正，應可再予以研究是否降低。

再者，亞太部分國家之公司法明定股東應揭露有表決權股份所具有之相關利益及理由、股東協議、重大利益變動、最終受益人之情形等。該等訊息之揭露得讓一般投資人瞭解公司股權結構、特定股東對公司決策之影響力、持股目的及評估公司未來發展潛力等，甚為重要，在監理上，主管機關也較易掌握股東動向及對公司可能之影響。然而亞太國家主管機關對如何落實執行頗為困擾，畢竟許多股東協議係檯面下完成，若股東不揭露，執法上亦甚難察覺。是以，未來我國在立法、執法上可參考亞太部分國家之經驗，除應著重股東自行申報外，並應建立查核機制及對未依規定辦理申報公告者予以重罰，以促其主動申報。

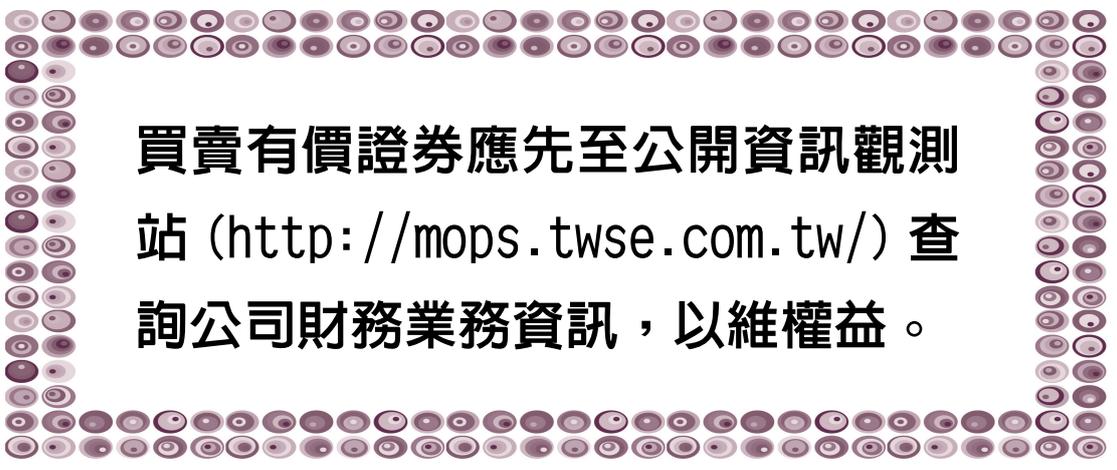
伍、結語

我國自 1998 年起向國內公開發行公司宣導公司治理之重要性，行政院於 2003 年 1 月 7 日成立「改革公司治理專案小組」，並提出「強化公司治理政策綱領暨行動方案」，作為推動公司治理之依據。當時提出相當多的改革措施，如增加董事會獨立性、分階段要求設置功能性委員會、制訂公司治理實務守則、推動電子投票、強化關係人交易之決策過程與揭露、引進投資人保護措施及提高公司資訊透明度等措施，均係依該行動方案陸續推動完成。

上開行動方案至今推動已有 10 年，上市（櫃）企業對公司治理已有一定程度之認識，部分企業並充分落實，足堪表率。然面對區域內其他資本市場之競爭，我國實應更積極健全上市（櫃）公司之體質，從加強其公司治理、誠信經營為起點，進而促使公司及其利害關係人共同追求企業之穩定獲利及永續經營。

基於這樣的出發點，公司治理之主管機關刻正草擬「公司治理藍圖」，期望以 5 年為期，滾動式逐年視市場狀況推動相關措施，同時擬與交易所及民間單位共同合作，透過市場機制、自律規範及法令，形成重視公司治理的文化，振興資本市場

。本文臚列許多亞太國家推動之公司治理措施，該等措施或較我國作法更全面、嚴謹、或有創意，均係未來我國推動公司治理時可參考之項目。期許我國未來採行之措施，不僅符合國際發展趨勢、順應實務需要，也真正落實公司自治之精神。



**買賣有價證券應先至公開資訊觀測
站 (<http://mops.twse.com.tw/>) 查
詢公司財務業務資訊，以維權益。**