

行政院及所屬各機關出國報告

(出國類別：出席國際會議)

## 參加「2014年OECD亞洲公司治理 圓桌論壇」出國報告

出國人員：

金融監督管理委員會

黃副主委天牧

金融監督管理委員會證券期貨局

胡科長則華

派赴國家：印度

出國期間：103年2月11日至13日

報告日期：103年3月31日

## 行政院及所屬各機關出國報告提要

出國報告名稱：參加 2014 年 OECD 亞洲公司治理圓桌論壇會議報告  
頁數 含附件：是（限紙本，不含附件計 25 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／  
杜玲玲／27747204  
出國人員姓名／服務機關／單位／職稱／電話：  
黃天牧／金融監督管理委員會／副主任委員室／副主任委員／  
8968-0830  
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：103 年 2 月 11 日至 13 日 出國地區：印度  
報告日期：102 年 3 月 31 日  
分類號/財稅金融  
關鍵詞：公司治理、OECD  
內容摘要：

本次會議共分二大區塊，一為大會，討論近期印度公司治理發展情況、亞洲監理與公部門執法之改善、OECD 公司治理原則之修正、上市國有企業之治理與表現，及亞洲家族企業集團之風險與機會等議題，另一為公眾論壇，探討機構投資人對提升公司治理所扮演之角色、如何提升其功能及政府制訂機構投資人政策時應考慮之層面。

本會黃副主任委員獲邀於本次大會中「亞洲監理與公部門執法之改善」議題擔任與談人，因適逢我國「2013 強化公司治理藍圖」之發布，他特別強調我國為提升整體公司治理及國際競爭力所做的努力，並以我國經驗及觀察，分享執法之最佳範例，提升我國公司治理之國際形象。

藉由本次會議，本會得以知悉其他國家發展的近況、企業實務與各類型政策執行之優缺點，作為我國未來研議或推動相關措施之參考。本報告具體建議包含建議與 OECD 增加雙向交流、制訂法令時應謹慎思考實務運作衍生之問題、預先就兩岸三地跨國監理合作模式討論、強化國有企業之公司治理、強化對大股東之管理、透過機構投資人強化上市（櫃）公司治理，及提供重點資訊予投資人。

## 目 錄

第一章 前言 .....	4
第二章 出席圓桌論壇紀要.....	5
主題一：印度公司治理近期發展.....	5
主題二：改善亞洲監理與公部門執法.....	8
主題三：OECD 公司治理原則之修正（含小組討論及回饋報告）.....	10
主題四：上市國有企業之治理與表現.....	12
主題五：亞洲家族企業集團之風險與機會.....	14
第三章 與機構投資人之公司治理政策對話 .....	17
主題一：全球機構投資人概況.....	17
主題二：印度機構投資人之商業模式.....	19
主題三：印度機構投資人之參與及政策含義.....	19
第四章 心得感想及建議.....	22
附件 .....	25

# 第一章 前言

## 一、 背景說明

亞洲公司治理圓桌論壇創始於 1999 年，係 OECD 為推動公司治理基本原則之執行，邀集亞洲國家主管機關、證券交易所、私人部門、多邊組織及非政府機構之代表成立，為公司治理結構性政策對話之區域性圓桌論壇。該論壇透過相互經驗分享與交流，在 OECD 所提出之六大公司治理原則下，試圖找出符合亞洲國情之公司治理實務措施。

除公司治理之基本原則外，該論壇並發布「亞洲公司治理白皮書」。1997 年亞洲金融風暴重創亞洲，為協助亞洲提升競爭力、汲取教訓，該論壇於 2003 年制訂發布亞洲公司治理白皮書，提出 36 項建議，做為一般政策目標與推動亞洲公司治理之改革方案。2011 年再度更新該白皮書為「亞洲改革重點：提升公司治理至更高境界」(Reform Priorities in Asia: Taking Corporate Governance to a Higher Level)。

為進一步提升亞洲地區公司治理之執法程度，該論壇於 2012 年會議時決議組成「執法任務小組」，由 14 個成員組成，第一步係調查了解亞洲各國公司治理執法情形、挑戰及障礙，第二步則由 OECD 聘請顧問彙整分析上開蒐集之資料，並擬透過圓桌論壇之討論、經驗分享，最後製作最佳實務報告，供各國未來制定公司治理政策或執法時之參考。本會於 2013 年初加入該任務小組，並受該小組之仰重，以籌辦國際證券機構組織 (IOSCO) 相關會議及擔任工作小組成員之經驗，除協助該任務小組草擬問卷題目、分享我國執法情形及經驗外，並提供意見與可討論議題，供該任務小組討論及列為撰擬報告之參考。

本次會議係由印度證管會 (The Securities and Exchange Board of

India，簡稱 SEBI）及 OECD 聯合主辦，並依往例由日本政府贊助。

## 二、出席會議代表

本次出席會議者包括各國負責公司治理之主管機關、證券交易所、相關民間組織及亞洲開發銀行、OECD 之專家代表等共約 150 人出席。我國參加人員包括金融監督管理委員會黃副主任委員天牧、證券期貨局證券發行組胡科長則華、經濟部商業司游司長瑞德、臺灣證券交易所林總經理火燈、劉董事連煜等。黃副主任委員並受邀擔任「改善亞洲監理與公部門執法」場次之與談人。

## 第二章 出席圓桌論壇紀要

會議依往例首先由主辦國印度證管會報告其近期公司治理發展情況，接續則討論 4 項主題，分別是改善亞洲監理與公部門執法、OECD 公司治理原則之修正（含小組討論及回饋報告）、上市國有企業之治理與表現、亞洲家族企業集團之風險與機會等（會議議程詳附件 1，出席人員名單詳附件 2）。以下分就各主題重點摘述。

### 主題一：印度公司治理近期發展

主持人：前印度準備銀行副總裁 Mrs. Shyamala Gopinath

簡報人：印度證管會初級市場諮詢委員會主席 Mr. T V Mohandas  
Pai

與談人：

Deloitte Touche Tohmatsu India 公司資深顧問 Mr. Pratip  
Kar

專業獨立董事 Mr. Nawshir Mirza

印度公司治理之相關事項主要規範於其公司法。該法剛於去年（2013）通過修正案，另印度證管會亦發布諮詢文件，檢視印度推動公司治理之情形，並提出修正上市契約第 49 條有關公司治理之標準。謹就其發展重點簡述如次：

- （一）印度 1956 年通過公司法時，尚屬社會主義國家，近年來為因應經濟自由化及國際化，已於 2013 年 8 月 30 日公布修正公司法。新修正之公司法增加許多規定，例如大型公司必須將營收或盈餘之 2% 用以推展企業社會責任；要求機構投資人應報告其在股東常會投票之情形；董事應追求所有利害關係人之利益平衡，且未達到之公司其董事將有刑事責任；董事至少有一人須在印度，且每年至少須停留在印度超過 182 天；會計年度結束日統一訂為每年 3 月 31 日；若干類型公司之董事會，應有三分之一席次董事須為獨立董事，且至少應有一位董事會成員為女性；公司應揭露管理階層薪資作為計算員工薪資之比例；允許股東提起集體訴訟等，以改善印度公司之公司治理水準。
- （二）印度交易所及證管會刻正研議修正上市契約第 49 條（該條外界統稱公司治理條款），擬增修之內容包含強化獨立董事資格條件；禁止獨立董事取得股票選擇權；限制董事兼任其他公司之董事；規範董事會每年開會次數；強制設置審計、薪酬及提名委員會；強制設置檢舉機制等。印度證管會亦就公司治理相關之資訊揭露與執法提出許多改善措施，例如強化證券交易所之執法及監督權、強制電子投票及揭露投票結果，及要求企業編製永續報告書等。

針對上述之公司治理發展，Gopinath 表示，根據研究，具良

好公司治理情形之上市公司，其本益比也比較高。除此之外，由於董事及高階經理人的責任越來越重，因此主管機關也正在考慮是否辦理 CEO 或 CFO 等之認證。

Kar 則表示，雖然印度政府在修正公司法前經過非常多的諮詢程序，但仍然沒有解決許多人的疑惑，包含未來執行的問題、市場的反應等，也沒有在過程中納入投資人的意見。此外，印度家族企業繁多，公司法在訂定時，似乎忽略對此情形加強管理。又他認為新的公司法賦予董事太多的責任，忽略行為（例如董事會決策謬誤）與文化因素。

Mirza 以其擔任獨立董事之情況為例，說明該公司董事受綠色和平組織的質疑，認為公司之運輸系統破壞森林與野生生態，由於公司法規範董事應追求所有利害關係人之利益平衡，若無達到即有刑責，因此綠色和平組織要求董事採取行動，否則將對獨立董事提起告訴。Mirza 表示董事會之經營管理，不可能顧及所有與公司事務之專業（例如董事具有財務專長，但卻不熟悉環保法令），新法如此要求董事不盡合理，未來也恐有更多不理性的利益團體會以董事未善盡注意義務而向董事求償，進而增加董事之風險及責任。因此他呼籲印度政府應有一明確指引敘明公司法中所稱「利益平衡」為何。

其他與會來賓於討論時提到，印度政府係因發現企業有忽視企業社會責任的情形，所以將該責任入法，但董事也是人、法官也是人，因此只要公司能確實落實資訊揭露，應允許其能免除部分責任。另外多數與會人員也認為，近來獨立董事的責任越來越高，其薪資報酬與負擔之責任沒有對等，建議應提高對獨立董事之保護或衡平董事會成員的組成，並盡力協助董事能在資訊充分的情況下判斷或決策。

## 主題二：改善亞洲監理與公部門執法

主持人：歐非經濟發展機構董事兼顧問 Mr. Rainer Geiger

簡報人：馬來西亞證券交易所法規長 Ms. Selvarany Rasiah

與談人：我國金融監督管理委員會副主任委員黃天牧

泰國證交所執法部門組長 Ms. Supa Thamthitivat

新加坡交易所法規長 Mr. Richard Teng

「有效執法」為 2011 年 OECD 發布之亞洲公司治理優先改革事項之一，為提升公司治理執法成效，OECD 於 2013 年組成「執法工作小組」，就 14 個亞洲國家<sup>1</sup>執法相關事項進行調查及提出最佳實務與建議，我國亦參與該工作小組，透過回覆 OECD 所提供之開放式問卷、寄送電子郵件及進行電話會議，就我國執法相關政策、實務運作、面臨之挑戰與障礙，與 OECD 進行溝通與討論。

Rasiah 係該執法工作小組之召集人，她表示「有效執法」報告係以前開 14 個國家所回覆之問卷為基礎，輔以與香港、印度、印尼、馬來西亞、新加坡及泰國之溝通訪談內容，就以下六大部分提出最佳實務與建議，包含：(1)法規架構(2)執法單位(3)監督、調查、執行、處罰之權限(4)執法情形之揭露(5)法院與司法系統之角色(6)跨國執法等。本次會議亦將報告初稿提供予與會人員，並邀請與談人就報告提供意見或分享經驗。工作小組會再參酌各國意見修改，預計今年 4 月底發布報告。

本會黃副主委受邀先行表示意見時指出「徒法不足以自行」，政府尚須有推動之承諾與有效的方法。他以我國近期發布公司治理藍圖為例，說明我國在面對國際組織 ACGA 調降公司治理之名次後，即積極瞭解國外發展近況及外界對我國公司治理之期許，盡力改善公司治理環境。另外他並以我國經驗，分享幾項良好的執法實務，例如駐會

---

<sup>1</sup> 孟加拉、中國、臺灣、香港、印度、印尼、韓國、馬來西亞、蒙古、巴基斯坦、菲律賓、新加坡、泰國及越南。

檢察官機制、與法務部之聯繫小組會議、集團監理及對法官之協助等。最後他提及本會一項進行之 APEC 研究調查發現，亞太會員國並未因金融海嘯影響而發動公司治理改革，反而是為因應國際潮流而推動改革。亞太各國近來重視之公司治理措施包含非財務資訊之揭露、董事會之效能、股東行動主義、關係人交易及執法議題等，與目前 OECD 報告相輔相成，另亞太各國也普遍認為如果某一國家的司法保護機制較為強健、完整，投資人則會認為該國的公司治理較為良善。該 APEC 研究調查也觀察到，有越來越多的亞太會員開始強調整合民間力量，及運用「遵循或說明 (comply or explain)」機制。

Thamthitivat 建議該報告在架構上可以先闡述 OECD 公司治理原則，再提供建議或最佳實務；而在報告含括的幅度部分，她建議可以納入如何提高警察、公訴檢察官等之執法效率。

Teng 表示新加坡交易所目前正擬設置許多外部委員會，廣邀專業人士作為上市審議、處分等之顧問，透過外部意見之表達，確保交易所之獨立性及強化其監督責任，目前刻正對外徵詢意見中。另新加坡相當重視跨國監理，除了政府透過參與之 IOSCO 多邊 MOU 協助相互交換資訊及調查協助外，證券交易所間亦有監視合作協議，成功架構資訊互換之平台。

針對跨國監理，與會人員討論熱烈，並表達許多對現狀憂慮的地方。例如近來歐盟重視對個人資料之保護，已經出現許多需要協調之阻礙。另外大陸原本不允許美國的會計師進入大陸查核在美上市之大陸註冊公司，但在 2012 年 5 月雙方已達成協議，美國會計師得以透過多邊 MOU 及大陸司法部門及證監會之同意後，進入大陸作盡職調查，解決大陸認為跨國調查即是侵犯國家主權的問題。

另與會人員也提到，由於法令規範之限制及公部門經費與人力之困境，目前各國越來越重視非屬法令規範之措施，例如自律或市場機制等，或許可將此部分在報告中予以表達。報告主持人 OECD 資深政

策分析師 Ms. Fianna Jurdant 則說明本份報告仍應回歸「公部門」執法有效性的提升，但或許可在報告最後加註各國已漸有趨勢透過市場機制提升公司治理之情形。她並建議各國將其他建議提供予 OECD，俾利於四月份完成報告。

### **主題三：OECD 公司治理原則之修正（含小組討論及回饋報告）**

**簡介者：**OECD 公司治理部資深經濟學家 Mr. Akira Nozaki

**主持人：**OECD 公司治理部資深政策分析師 Ms. Fianna Jurdant

**小組討論桌長：**

巴基斯坦公司治理協會總經理兼執行長 Mr. Fuad Hashimi

孟加拉證管會執行董事 Mr. Farhad Ahmed

菲律賓公司董事協會主席 Dr. Jesus Estanislao

金融分析師協會標準與金融市場完整性部門主管 Dr. Tony Tan

馬來西亞證管會副執行長 Dr. Nik Ramlah Mahmood

亞洲公司治理協會秘書長 Mr. Jamie Allen

OECD 公司治理原則自 2004 年修正後，已將近 10 年未修正。其公司治理委員會將於 2014 年檢視現行 OECD 公司治理原則，並預計於 2015 年上半年完成檢視後，提請 OECD 部長級理事會會議決議。由於該原則係金融穩定委員會 (FSB) 採用之全球通用性原則，OECD 將邀請所有 FSB 成員共同協助。由於許多亞洲地區國家並非 OECD 或 FSB 成員，而此區域之意見與發展經驗相當重要，因此 OECD 透過亞洲公司治理圓桌論壇蒐集亞洲國家之意見。OECD 公司治理委員會預計於 2014 年第 3 季進行公眾意見徵詢，最後將各方意見統整提供 OECD 諮詢委員會討論。

本次會議以小組討論方式進行，分為 6 小組檢視並討論 2004 年 OECD 公司治理原則有無修改必要。首先在整體公司治理架構基礎部分，與會人員認為目前原則已提供公共政策制定者一個大框架，且公司治理相關的角色都在附註中完整表達，因此文字尚稱妥當而無必要修正。

在股東之角色部分，與會人員建議原則中應說明國有企業及家族企業的特色，及指引此類公司對一般投資人權益保障之事項，並擴及其他利害關係人權益之保護。尤其針對家族企業，OECD 公司治理原則應就領導者接班對小股東權利的影響提供一些建議，並要求先強化家族治理，才能解決可能的利益衝突。

在公平對待股東部分，與會人員認為應強調對投資人之資訊對稱，並透過電子投票等方式解決股東參與程度不足的問題。現行原則建議機構投資人揭露其投票政策，但此部分執行上有困難，建議該原則可以重新改寫相關政策建議。另小組成員建議投資人與股東之爭議費用應由公司負擔。

在利害關係人之權益部分，小組成員建議公司治理原則可以將利害關係人分類，分類中應包括債權人及機構投資人，但公司之責任範圍不應包含與供應鏈相關的人。此外該員則可以因應時代發展需要，強調企業社會責任與永續經營之重要性，但應注意勿過度規範而增加董事之成本。

在資訊揭露部分，該員則除可要求公司揭露之資訊應清楚外，尚應提供公司如何管理風險、揭露重要資訊等之指引。另與會人員表示目前公司資訊揭露地太多，建議該原則可建議由公司製作一份投資人關心之議題文件，說明公司管理政策及未來規劃、風險因素及公司如何評估及管理該風險、公司人員之貢獻、提名過程與評量結果，及股東權益受損後如何救濟等。

最後在董事會之角色部分，與會人員表示 OECD 通常強調機構投

資人的角色，但在亞洲應多考慮控制性股東的角色，以確保公共利益受到保護及有相關的制衡機制。此外，亞洲有許多關係人形成的集團，可能導致系統性風險，因此與會人員建議該員則應處理大股東持股之議題，並要求強化大股東之角色。

另外與會人員也建議原則中所列之董事會責任應減少為 5 項，包含領導人、政策（策略）執行、績效與風險評估、運作及 CSR 程序、保護及服務相關人員（constituencies）。與會人員認為該員則可以強調董事會的成員應俱有能力、承諾為公司付出、具獨立判斷能力、有開放的胸襟及願意傾聽、接受持續的進修並依其責任敘薪。

#### **主題四：上市國有企業之治理與表現**

**主持人：**新加坡董事協會剛卸任主席暨亞洲國有企業公司治理聯盟前主席 Mr. John Lim

**簡報人：**大陸國務院國有資產監督管理委員會(SASAC)企業重整局局長 Mr. Bing Li

**與談人：**波蘭國庫部組長 Mr. Tomasz Zganiacz  
印度 Baroda 銀行及 Dena 銀行前董事長 Dr. AK Khandelwal  
菲律賓公司董事協會主席 Mr. Jesus Estanislao

近年來擴大國有企業所有權人數的情況增加。透過將國有企業上市的程序擴大所有權人數，可以讓公司的公司治理、績效、所有權等獲得改善。然而上市國有企業治理架構改變的程度，以及其因國家參與或肩負國家任務之性質是否導致國有企業的表現與其它上市公司不同，都尚屬未知。因此本場次即希望透過討論，將區域經驗帶回供 OECD 國有企業及私有化實務工作小組參考。

Li 首先表示，大陸推動國有企業之民營化、上市、股權結構多

元化等超過 20 年，同時也針對轉型的國有企業制訂並修訂許多市場法規，強化其公司治理。目前大陸 A 股中，無論以家數或資本額來看，國有企業所佔的比率均很高。國有企業上市後，其公司治理、直接融資實務、財報允當性、國際商譽及併購實務等均有所提升。

他亦表示，從上海國際港務股份有限公司及中國神華能源兩個案例看來，開放民間參股可達到更有效的資源分配、避免獨斷決策、保護少數股東、控制關係人交易、加強風險意識及公司治理。他將大陸國有企業上市的經驗彙整歸納為下列幾項重點：

1. 應創造多層次資本市場，透過樹立標準的法規架構、嚴格的法令執行系統來防止股價操控之行為。
2. 應建立標準的公司治理架構、嚴謹的資訊揭露法規，並強化盈餘分派系統，確實執行財務報告之查核及資產之鑑價。
3. 上市過程中，應妥善維護利害關係人之利益。
4. 應考量國有企業經營項目之定位，並注意上市後流通在外股數，以及上市後其他股東之動向。
5. 政府機關身為國有企業之實質控制者，基於公司治理系統、法規架構以及法令之執行之需要，應謹慎發揮其控制權，不應隨意干預公司之經營。

Zganiacz 表示波蘭到今天，政府仍在石油、瓦斯、金融機構等產業持有相當高比例之股權。政府將國有企業上市的目的，係為能增加透明度、強化資本市場之功能，並藉以引進外部優秀專業經理人。但目前並無直接證據顯示上市後國有企業績效表現會比未上市佳。他認為表現未提升的主因，係這些公司肩負政府政策之執行，因此公司無法自己制定經營策略。未來當此類上市國有企業漸漸將股份公開發行後，政府持股將減少，雖有可能提升營運績效，但卻會陷入政策目標無法達成之窘境。

Khandelwal 曾在印度的銀行服務相當長的時間，他表示公股銀

行的表現竟與民營銀行 20 年前的表現相同。他指出原因出在公股銀行負責人對銀行之經營沒有認同感，例如某公股銀行在此 20 年間，執行長換了 7 次，薪酬相對較民營銀行低很多，又執行長不能自行做決定，亦無規範的自主性。因此他認為國有企業要提升績效，必須先找對人，選擇合適的董事，而在績效衡量上，應著重如何改善長期的獲利，而非講求個人表現。

Estanislao 則以菲律賓的案例分享其經驗，他認為國有企業透過上市的程序，的確可以提升績效及透明度，並增加企業價值。但為求績效與政策目標間之平衡，應將政府的所有權與公司的管理權分開。在管理權部分，應選任能力佳的董事、利用恰當的評鑑方式評鑑董事，並及早規劃接任計劃。這些管理者應有規劃營運策略的任務，並將其與政策目標結合，再利用平衡計分卡來衡量管理者的表現。

會場針對此議題熱烈討論，與會人員表示研究顯示國有企業上市後，並不一定會有較好的表現，還要看總體經濟發展、國有企業指派負責人之機制、是否有足夠的人才及績效評估機制，必要時還可尋求外部協助，找專家或策略投資人進駐以幫助公司創造價值。此外因各國投資人結構不同，有些國家外資所佔比例高，因此遵循國際趨勢、公司治理典範等，可以有效地增加投資人信心。然多數同意政府不應太積極地干預經營，只有在確保其不致破產時才應介入。

## **主題五：亞洲家族企業集團之風險與機會**

**主持人：**韓國大學商學院財務系主任教授 Mr. Hasung Jang

**簡報人：**荷蘭 Tilburg 大學商業法系教授 Mr. Erik Vermeulen

**與談人：**以色列證管會證券發行部組長 Mr. Moty Yamin

印尼公司董事協會治理委員會成員 Mr. Sidharta Utama

香港中文大學財務系教授 Mr. Joseph Fan

孟加拉 DBL 集團執行董事 Mr. Mohammed A. Jabbar

印度 Aditya Birla 集團財務部主管 Mr. D Muthukumaran

Vermeulen 教授首先分享其研究結果。他分析全球 500 大公司之下列三因子，欲找出這些公司成功的因素。該三因子包含公司的經濟模式（競爭者所沒有的優勢）、公司之確定性及管理力（stewardship）。最後他發現，下列 6 項是這些成功型公司都具備的特質：Community（重視所處環境）、Conversation（重視對話）、Coordinator（懂得溝通協調）、Connection（統整所有資源）、Collaboration（樂意合作）、Co-Creation（樂意共同創造）。

他表示目前廣泛提倡公司所有權與經營權分開、董事多元化、小股東積極參與，以及資訊多元化等措施，來避免大股東剝削小股東、掌握公司資源，但是公司之所有權與經營權，以及公司架構之問題並沒有絕對性的二分法。有越來越多的研究顯示，對公司而言，最能發展永續經營與創造價值的，是家族所有權結合財團的結構。雖然這類型公司可能有自我圖利的可能，但是家族掌控的企業對於公司的管理，眼光較為長遠。金融危機以來 Tata、三星等透過購併新公司、掌握新技術後茁壯就是很好的例子。

Fan 則表示家族企業在亞洲相當普遍，其資產佔亞洲 GDP 之比例也相當高。目前家族企業遇到最大的困難就是永續性的議題，或者接班的問題，依其調查，家族企業遇到接班階段時約有 60% 經歷虧損。此外他認為家族企業中屬於無形資產的部分，很難隔代相傳，因此家族需要先有開放的胸襟、聘僱外部專業經理人協助，並透過引進獨立董事來平衡家族勢力。最後他提供一些思考的方向供家族企業參考，包含大陸的一胎化政策已經發酵，家族企業將面臨無人接班的窘境，因此應強化此類家族企業對聘僱外部專業經理人的信心及能力。再

者，家族成員間會有不同的思考模式，有些追求成長，有些要求保守控制，這些都涉及家族的治理，因此家族企業應先處理此部分，才能顧及外部治理。最後就是國家的環境體系政策，如遺產稅等，能否支持家族企業的永續經營，是家族企業必須常常思考的問題。

Jabbar 及 Muthukumaran 本身係家族企業的經理人，他們認為家族企業在效率上的確是較有優勢，且對企業的長期經營有承諾、有許多無形資產（商譽及相關的人脈關係等），而且股權集中致溝通上相對容易。但缺點即是可能濫用資源。

Yamin 則表示以色列上市公司約有 60%以上為大股東所持有，因此政府採取前置措施及後續管控措施如下：

1. 前置措施：要求關係人交易經過適當的核准程序、採用電子投票、要求完整公開所有權、規範董事會的組成、強化董事會的忠實義務。
2. 後續管控措施：採用集體訴訟或代理訴訟、利用專業法庭審判、對違反者施以制裁，並致力降低現金流權利與控制權之差距。

Utama 說明印尼約有 40%以上的公司由家族掌控。他也認為家族企業在亞洲不可能消失，因為這些企業都已經歷相當多代，且在某些地方具有優勢，因此政策制定者可以在關係人交易、電子投票、所有權透明度、董事會組成上面設計平衡之制度，並提供非家族成員較好的訴訟機制、處分規範等以降低家族企業可能帶來的不利影響。

### 第三章 與機構投資人之公司治理政策對話

在過去幾年，OECD 國家之機構投資人有大量投資上市公司之情況。除了傳統的機構投資人如退休基金及投資基金外，還有一些新形態的機構投資人擔任提升公司治理的角色。這樣的現象也促使主管機關制定規範以導引其發揮功能，例如要求機構投資人積極參與投票或透過問責督促公司提升對投資人權益之重視。

但是機構投資人的參與，對提升公司治理有無功效？其參與程度是否與機構投資人的經營模式、競爭力及投資策略有關？機構投資人本身的行動，又是否與其最終受益人的利益相結合？印度證管會因此於會議的第三天召開此對話會議，邀請許多機構投資人、政府單位及民間研究團體等共同研討。

#### 主題一：全球機構投資人概況

主持人：美國國庫部國際經濟學家暨 OECD 公司治理委員會副主席 Mr. Brendan Kelly

簡報人：OECD 公司治理委員會資深政策分析師 Ms. Fianna Jurdant

與談人：ICGN 代表暨 CS International 組長 Ms. Anne Molyneux

印度 IFRS 服務夥伴與國家領導人 Mr. Dolphy D' Souza

印度 Ascent Capital Advisors 執行董事暨執行長 Mr. KEC Raja Kumar

印度 Kohlberg Kravis Roberts & Co. 首長 Mr. Sanjay Nayar

印度證管會執行董事 Mr. S. Ravindran 於開場時表示，機構投資人如同公司治理的把關者(gatekeeper)，監督公司是否具備良好公司治理運作方式。Molyneux 則以實務經驗分享，機構投資人願意於投資時多付 30bp 給治理較佳的公司，且投資人對違反公司治理原則之公司會立即抽回投資，例如其基金發現美國 Walmart 聘用童工

時，即立刻抽回資金，以避免因投資該標的而影響其自身聲譽。D' Souza 則指出，機構投資人會對主管機關的法令、司法程序提供建議，也會支持投資人協會的相關行動，因此機構投資人對於提升上市公司之公司治理，具有相當重要的角色。

至於政府如何鼓勵機構投資人發揮功能部分，Ravindran 認為機構投資人能否發揮把關的作用，仰賴其個別的意願及能力，如果法令要求機構投資人達成某些事項，則效果應更好，例如英國之管理規章（UK Stewardship Code）即要求揭露機構投資人投資決策之內部程序規定。OECD 政策分析師 Mr. Akira Nozaki 則認為，上述政府法令或政策或許對具公益性質的機構投資人而言有效，但對民營機構投資人則未必，因為民營機構考量之事項眾多（例如與其他公司長期合作關係等），不可能單純以股東之角色執行表決權，因此政府若在政策上要求所有機構投資人都應積極執行表決權，對民營機構來說相當不合理。

D' Souza 則表示其所服務之機構投資人會特別關注公司之關係人交易。其建議在制定政府政策時應思考如何提供機構投資人誘因，讓其在成本考量下仍然願意發揮積極參與（ownership engagement）之功能。

Molyneux 也認為政府政策不能一體適用於所有機構投資人。舉例而言，並非大型的機構投資人就有足夠之人力進行公司治理研究，因為個別機構在營運策略上可能重視客戶溝通或經濟情勢，而不會細看個別投資標的之治理狀況。她進一步指出，機構投資人投資時，通常會先看一國的整體經濟、政治的穩定性、政策的一致性及其是否有重大政策異動等。至於對個別公司部分，一般機構投資人會觀察下列 7 個重點：

1. 股東權利
2. 董事會提名、選舉及董事之問責態度

3. 董事個別參與程度
4. 公司透明度（尤其以英語揭露資訊之程度）
5. 領導力
6. 公司改善公司治理之情況
7. 關係人交易或集團治理情況

至於機構投資人的類別部分，Jurdant 報告除傳統由政府基金及共同基金外，目前還有主權基金、私募股權基金、另類投資基金及對沖基金等，他們背後的受益人屬性不同，因此對於投資標的公司所關注的事項也有所不同，因此政府在制定涉及機構投資人的公司治理相關政策時，應可針對其不同屬性期許其發揮不同之功能。

## **主題二：印度機構投資人之商業模式**

主持人：印度國家證券交易所執行董事兼執行長 Ms. Chitra Ramkrishna

簡報人：前亞洲公司治理協會分析師 Ms. Sharmila Gopinath

與談人：新加坡證券投資人協會總裁兼執行長 Mr. David Gerald

泰國董事協會總裁兼執行長 Mr. Bandid Nijathaworn

BlackRock 投資管理公司總裁兼投資長 Mr. Naganath Sundareasan

ICICI 銀行（資本市場兼非銀行子公司之私人銀行部門）

公司秘書暨遵循首長 Mr. Ranganath Athreya

因主題二與主題三之討論內容重疊性高，爰合併摘錄重點於主題三。

## **主題三：印度機構投資人之參與及政策含義**

主持人：印度孟買交易所執行董事暨執行長 Mr. Ashish Chauhan

簡報人：印度機構投資人顧問服務執行董事 Mr. Amit Tandon

與談人：以色列證管會證券發行部組長 Mr. Moty Yamin

亞洲公司治理協會秘書長 Mr. Jamie Allen

馬來西亞小股東觀察團體執行長 Ms. Rita Benoy-Bushon

印度經濟法律師事務所合夥人 Mr. Suhail Nathani

Ramkrishna 首先分析印度機構投資人之現況，她表示在世界銀行經商容易度（Ease of Doing Business）的調查報告中，印度的排名為 134 名，大陸為第 94 名。印度資本市場之投資人結構中，個別投資人僅佔 16%，最大宗則為外資機構。她認為印度無法吸引較多資金的主要原因來自二部分，其一為政府對保險公司投資上市公司設定上限，其二則為貿易障礙，以及因投資人對經營風險產生的不確定感受。她同時也認為，目前投資公司還沒有公司治理的概念，因此不像許多外資機構會向公司詢問問題或與政府機關對話。

Sundareasan 指出，有時機構投資人對特定公司事件的態度並不一定反映在其股價。此外，政府在要求機構投資人時，不應僅是要求他們針對股東會的每個項目都要表示意見，僅需要針對重要議題表達支持或反對意見即可。這樣的方式也較符合機構投資人重視價值或創造價值的經營模式。

Ni jathaworn 則認為，與其談投資人的經營模式，不如談他們的投資行為。以對沖基金為例，他們多以槓桿融資方式投資，所以在考量投資標的時，會去衡平考量公司的管理力（stewardship）及報酬。他進一步指出，機構投資人觀察一國的經濟時，焦點會放在如何移除貿易障礙，在看一家公司是否值得投資時，焦點則會放在投資人權利的保護。

Gerald 曾代表新加坡投資人成功地向馬來西亞政府取回因投資馬國公司而受凍結之資產。他認為所有投資人之保護事項最好在董事會中就能談妥，不要鬧到法庭。也因為該案例，他認為投資人教育相

當重要，政府應協助教導投資人如何在股東會中詢問問題、閱讀財報，並建議機構投資人應平時即與上市公司溝通，導引其實施良好公司治理，避免將相關事項訴諸媒體，因媒體報導恐造成股價波動。最後他建議投資人（不論機構投資人或小額投資人）應團結力量集體對上市公司發聲，要求上市公司實施良好的公司治理措施。

總結而言，並非所有機構投資人都會對所投資的公司同等重視，所以政策制定者將機構投資人分類並賦予相關期待才有意義。另 OECD 亦應將機構投資人之意見包含於其公司治理原則中，並給予機構投資人誘因，以利其願意在成本下發揮功能（ownership engagement）。又期待機構投資人本身不具備任何利益衝突是緣木求魚，政府僅能盡量要求機構投資人對重要議題保持客觀，並揭露其投資政策及支持或反對的理由。

## 第四章 心得感想及建議

本次會議適逢我國剛發布「2013 強化公司治理藍圖<sup>2</sup>」及推動上市（櫃）公司全面設置獨立董事及擴大設置審計委員會，因此黃副主委於與談時，特別強調我國為提升整體公司治理及國際競爭力所做的努力，達到提升國際形象之功用。此外，藉由各項議題之討論與經驗分享，得以知悉其他國家發展的近況、企業實務與各類型政策執行之優缺點，作為我國未來研議或推動相關措施之參考，可謂成果豐碩。以下謹摘述參與會議之心得及建議：

### （一）建議與 OECD 增加雙向交流

本次出席發現亞洲其他國家之公司治理民間組織，如公司治理協會、董事協會、董事會秘書、投資人保護團體等亦出席參與，共同就公司治理之改革提供建議。鑑於我國公司治理民間組織目前以中華公司治理協會最具規模及成效，投保中心之團體訴訟等功能亦係亞洲投資人保護團體之標竿，董事協會為新成立之團體，得以協助上市櫃公司董事會提升效能，爰建議可請 OECD 將該三單位列入未來邀請名單。

此外，本次會議中有許多經驗豐富且講述內容具體、生動之講者，如 OECD 公司治理委員會資深分析師 Ms. Fianna Jurdant、ICGN 代表 Ms. Anne Molyneux、新加坡證券投資人協會總裁暨執行長 Mr. David Gerald 等，建議未來可邀請來台參與台北公司治理論壇或證券交易所及櫃檯買賣中心辦理之相關會議。

另我國刻正發展公司治理評鑑系統，經查 OECD 過往會依會員之需要提供協助，例如其協助東協檢視其公司治理平衡

---

<sup>2</sup> 於 2013 年 12 月 26 日奉行政院長核定並發布。

計分卡，也協助印度發展強化公司治理執法之系統。本次會議本會已將證券交易所發展之「公司治理評鑑系統」評鑑指標等相關資料提供予 OECD 資深政策分析師 Ms. Fianna Jurdant，請其協助提供意見（其已允諾協助檢視，惟因 OECD 近來因會議繁多且屆許多研究報告發布日期，其表示將抽空盡快提供意見），未來並可研議進一步增進雙方交流之項目，以統合資源及建立更緊密合作關係。

## **（二） 制訂法令時應謹慎思考實務運作衍生之問題**

印度去年修正公司法增訂董事會必須衡平追求利害關係人權益後，即引發環保團體要求獨立董事對公司破壞生態保育負責之情形觀之，政府於制定法令規範時，應注意各增修條文可能引起之效應、實務可能引發之問題及配套措施。尤其對於影響層面較大的事項，應先辨認可能的利害關係人（stakeholder），瞭解其意見，再思考如何在兼顧各方最大利益或最小傷害之情況下，擬定可能之配套方案，避免形成立法後卻無法執行之情況。

## **（三） 預先就兩岸三地跨國監理合作模式討論**

本次與會人員表示，近來曾發生要求跨國監理合作時，同儕國卻以個人資料保護為由，拒絕提供調查或提供監理資訊之情形。查本會於請求香港證監會協助時，亦曾遇有類似問題。考量多國籍企業衍生之跨國監理合作愈趨普遍，復以我國上市（櫃）公司與香港、大陸往來之情況增加，致未來三方監理合作需求迫切，建議及早就監理調查與資訊交換合作議題，例如可合作之範圍、程序、相關費用負擔等建立三方協議或共識。

## **（四） 強化國有企業之公司治理**

上市（櫃）之國有企業負有政策任務，因此在管理上與

其他上市（櫃）公司仍有不同，又其規模大且與國家發展息息相關，更應強化其公司治理，以符合人民之期待。然其董事或高階經理人之選任或指派，亦應具有彈性以提高其管理之誘因。本次會議有許多與會人員就增加國有企業公司治理分享之經驗值得參考，建議可提供予財政部相關單位，或許未來也可請 OECD 將其列入邀請名單。

#### **（五）強化對大股東之管理**

以往公司治理之改革上，較重視小股東權益之保障。本次會議與會人員提出，家族企業或股權集中之情況在亞洲區相當普遍且無可避免，是以應思考如何強化對大股東之管理。韓國在其公司法中限制大股東之投票權（選舉案之投票權不得超過股權之 3%）。除此類控制性之管理措施外，似可再思考如何增加其積極性之義務，例如對非屬管理階層之大股東，要求其對公司重要資產交易，應主動洽請專業人士出具分析意見，供其他投資人參考。

#### **（六）透過機構投資人強化上市（櫃）公司治理**

1. 以往政府單位多單純將「機構投資人」視為一體，但其所代表之客戶屬性不同，投資目的亦有差異，因此對機構投資人賦予期待時，可先予以分類（例如政府基金、ETF、私募基金等）再提出訴求，且毋須要求其對上市（櫃）公司股東會之每項議案均提出意見或執行投票，以求效率。
2. 另為吸引投資及促進資本市場國際化，應協助上市（櫃）公司瞭解外國機構投資人在決定是否投資某一公司時，會考量哪些因素（例如總體經濟因素外，尚會注意公司之財務指標、董事會運作、關係人交易、對投資人之友善程度、對投資人之保護等）。建議此部分可請證券交易所公司治理中心未來規劃相關董監事座談會或研討會時，邀請外國機構投資人或專

家分享經驗。

#### **(七) 提供重點資訊予投資人**

我國目前要求上市（櫃）公司揭露之資訊繁多，但對一般投資人而言，資訊過多反而可能產生反效果。建議可要求上市（櫃）公司於年報製作一份 2 頁之簡要說明，重點摘錄公司目前財務狀況、面臨之風險及未來發展走向，以協助投資人迅速掌握公司狀況。

**附件**