

# 出國報告（出國類別：出席國際會議）

## 出席「2025 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： 證券期貨局黃科長曉盈  
證券期貨局鄭稽核暄蓉  
派赴國家： 泰國  
出國期間： 114 年 11 月 26 日~11 月 29 日  
報告日期： 115 年 2 月 9 日



## 目 錄

第一章 前言.....	4
第二章 出席圓桌論壇紀要.....	6
主題一：「發揮泰國潛力之公司治理與資本市場發展」.....	7
主題二：「機構投資人如何形塑亞洲資本市場」.....	14
主題三：「公私募市場之間之互動關係與發展趨勢」.....	22
主題四：「董事會於永續資訊揭露中之核心角色」.....	27
主題五：「集團企業之有效公司治理」.....	35
主題六：「債券市場相關之公司治理挑戰」.....	42
第三章 心得及建議.....	47

# 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，邀集亞洲各國公司治理與資本市場相關監理機關、證券交易所、多邊組織及非政府機構之代表所成立之區域性圓桌論壇，透過支持與 G20/OECD 公司治理原則一致之政策方向與實務作法，並藉由各國分享其公司治理制度推動經驗與改革成果，共同研析亞洲資本市場治理面臨之挑戰，並探討可行之政策回應方向。

OECD 公司治理委員會自 2021 年 11 月啟動公司治理原則之檢視與修正，並於 2023 年 9 月正式發布新版公司治理原則，以回應近年全球資本市場與企業治理環境之重要變化。本次修正重點特別著墨於永續資訊揭露與機構投資人角色之強化，包括提升永續相關資訊之透明度、明確董事會於永續議題之監督與決策責任，並促進企業與股東及其他利害關係人之對話；同時，因應機構投資人影響力日益提升，透過就盡職治理守則及 ESG 評等機構提出相關政策建議，以強化其在公司治理體系應承擔之責任與功能；其餘修正內容則涵蓋董事會治理範疇之擴展、數位風險管理，以及回應企業集團化與財務槓桿提高所衍生之所有權集中與債權人權益保障等相關治理議題。

## 二、出席會議目的及過程

本次亞洲公司治理圓桌論壇訂於 2025 年 11 月 27 日至 28 日在泰國曼谷舉行，會議由泰國證券交易委員會（Securities and Exchange Commission, Thailand）主辦，依往例由日本政府提供財政支持，本次會議共規劃 6 場專題研討，議程內容包括「發揮泰國潛力之公司治理與資本市場發展」、「機構投資人如何形塑亞洲資本市場」、「公私募市場之間之互動關係與發展趨勢」、「董事會於永續資訊揭露中之核心角色」、「集團企業之有效公司治理」，以及「債券市場相關之公司治理挑戰」，就亞洲資本市場與公司治理之重要趨勢進行深入交流與討論；會議期間亦正式發布並討論《OECD 泰國資本市場檢視報告》（OECD Capital Market Review of Thailand）。

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 成員國。我國參與單位除本會代表外，尚包括臺灣證券交易所公司治理部及櫃買中心相關人員共同出席。透過參與本次會議，得以即時掌握國際間對公司治理與永續發展議題之最新關注重點與政策動向，並瞭解東協國家公司治理制度與資本市場發展情形，作為本會後續研議我國公司治理與永續發展政策之重要參考依據。

## 第二章 出席圓桌論壇紀要

本次會議首先由泰國財政部副部長 Mr. Benjarong Suwankiri、泰國證券交易委員會秘書長 Pornanong Budsaratagoon 博士及 OECD 金融與企業事務部門主任 Mr. Carmine Di Noia 進行致詞。泰國財政部副部長 Mr. Benjarong Suwankiri 表示，良好的公司治理對推動泰國經濟發展與維持經濟穩定具有關鍵作用，泰國於 2017 年發布公司治理守則，持續強化董事會獨立性、資訊揭露，以及對關係人交易與中小股東權益之監督；並強調未來隨著法規環境、科技進步及全球經濟動態之變化，公司治理制度亦須持續調適與精進，以確保泰國資本市場能與國際接軌並保持競爭力。泰國證券交易委員會秘書長 Pornanong Budsaratagoon 博士則代表資本市場監理機關立場指出，健全的公司治理與高品質資訊揭露係維繫市場信任與促進資本市場永續發展之基礎，未來將持續透過強化董事會責任、提升市場透明度及推動永續相關揭露，協助資本市場與國際治理標準接軌。

OECD 金融與企業事務部門主任 Mr. Carmine Di Noia 則表示，自 1999 年亞洲公司治理圓桌論壇成立以來，OECD 持續透過政策對話、研究分析與經驗交流，支持亞洲各國推動公司治理改革，並協助因應資本市場結構與經濟環境快速變化所帶來的挑戰；隨著全球資本市場日益關注永續發展、資訊透明度及董事會治理品質，OECD 亦持續強調公司治理在促進市場信任、提升資本配置效率及支持長期經濟成長中的關鍵角色。Carmine Di Noia 進一步指出，亞洲各國在制度設計與市場實務上具備多元發展路徑，透過本次圓桌論壇交流，得以分享改革經驗並相互借鏡；其並肯定泰國近年在公司治理與資本市場制度精進方面所做之努力，並表示 OECD 將持續與區域內各國監理機關及市場參與者合作，共同推動具韌性、包容性及可持續性之資本市場發展。

接續進行「發揮泰國潛力之公司治理與資本市場發展」、「機構投資人如何形塑亞洲資本市場」、「公私募市場之間之互動關係與發展趨勢」、「董事會於永續資訊揭露中之核心角色」、「集團企業之有效公司治理」，以及「債券市場相關之公司治理挑戰」等主題相關簡報及與談，茲分述重點如下。

## 主題一：「發揮泰國潛力之公司治理與資本市場發展」

主持人：Roongkiat RATANABANCHUEN, Assistant Professor, Chulalongkorn Business School

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

Kitipong URAPEEPATANAPONG, Chairperson, The Stock Exchange of Thailand

Kobsak POOTRAKOOL, Chairman, Federation of Thai Capital Market Organizations

Wisit WISITSORA-AT, Chairman, Securities and Exchange Commission

一、本專題首先由 OECD 金融與企業事務部門主任 Carmine DI NOIA 就 2025 年 11 月發布之《OECD 泰國資本市場檢視報告》進行簡報，報告指出，泰國資本市場在東協地區具備相當規模，截至 2024 年底，泰國證券市場市值約為 GDP 之 96%，在東協國家中僅次於馬來西亞；企業債券在外流通規模約占 GDP 之 22%，在亞洲地區居於領先地位。然而，講者亦指出，與其他主要經濟體相比，泰國資本市場近年呈現相對成長趨緩之趨勢，尤其在私募股權市場等領域之發展明顯不足，顯示其市場結構在深化與多元化方面仍具進一步發展空間。基於上述觀察，OECD 就泰國資本市場提出四大面向之問題分析與政策建議，重點說明如下：

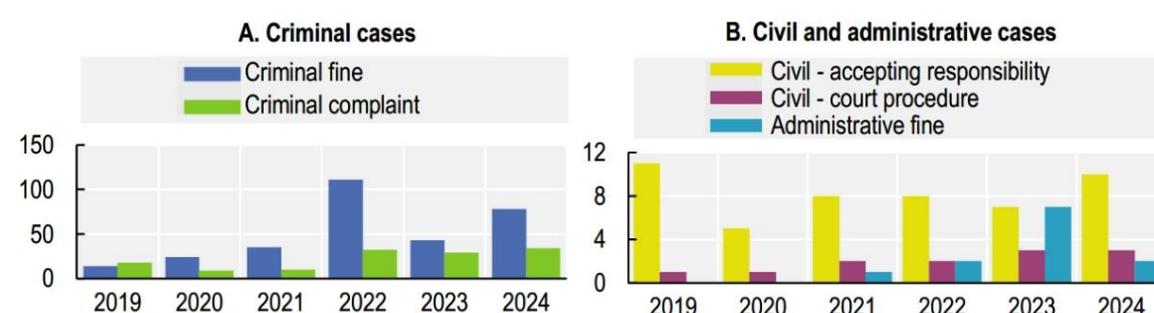
### (一)強化公司治理：

- 1、**董事會獨立性與提名機制之制度落差**：泰國在公司治理制度設計上已建立相對完整之法制與守則架構，惟在實務運作層面仍存在若干制度性落差。以獨立董事制度為例，《2017 年公司治理守則》雖建議獨立董事任期不宜超過九年，但實務上仍有相當比例之獨立董事任期已超過該建議上限，可能影響其獨立性與監督功能之實質發揮；另就董事遴選機制而言，獨立董事之有效遴選有賴於健全運作之提名委員會，並由獨立董事在其中扮演關鍵角色，惟泰國現行制度並未強制上市公司設置提名委員會，僅於公司治理守則中提出建議，目前約僅半數上市公司已設置提名

委員會，而即便已設置者，僅約 15%之提名委員會係由全體獨立董事組成，顯示提名程序之獨立性與運作品質仍有精進空間。有鑑於上述制度與實務間之落差，OECD 建議進一步修訂公司治理守則，明確獨立董事任期之規範與適用方式，並強化提名委員會於董事遴選程序中之定位，鼓勵由獨立董事主導提名與評估流程，以提升董事會組成之獨立性與專業性；此外，透過制度化之董事培訓與持續進修機制，可協助董事更充分理解其監督責任與受託義務，進而提升董事會整體治理效能。

2、**稽核與財務報導違規案件之執法集中問題**：在稽核與財務報導違規案件方面，現行制度下相關調查與執法工作高度集中於泰國證券交易委員會（SEC），無論行政調查、裁罰或移送司法程序，均由 SEC 主導辦理，外部專責機構或市場自律組織之參與程度相對有限；從近年案件類型與處理途徑之分布情形觀察，各類違規案件雖採取不同法律處理方式，惟其監理與執法架構仍以 SEC 為核心，尚未形成分工明確之多層次監理架構，在此情況下，執法資源與專業負荷難以有效分散，致監理機關於案件量增加或違規態樣日趨複雜時，面臨人力、專業與處理時效等方面之限制，進而影響整體監理效能與市場信賴程度。基於上述執法結構之限制，OECD 建議泰國檢討現行以單一監理機關為核心之監理模式，適度引入外部專業機構或市場自律組織參與稽核與監督流程，建構分工合作之多層次監理架構，藉以分散執法負荷、提升案件處理效率，並強化違規行為之預防與即時矯正功能。

**Figure 1.5. SEC administrative, criminal and civil enforcement cases between 2019 and 2024**

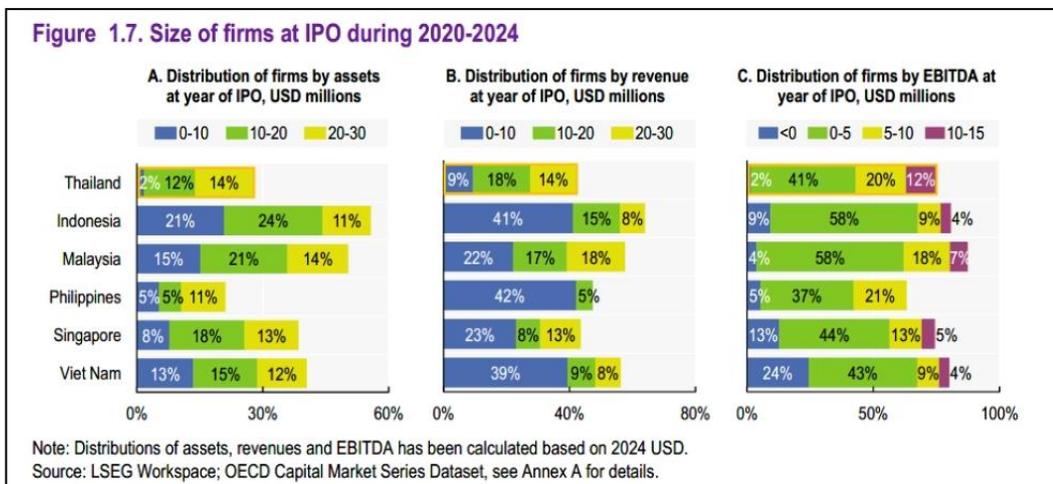
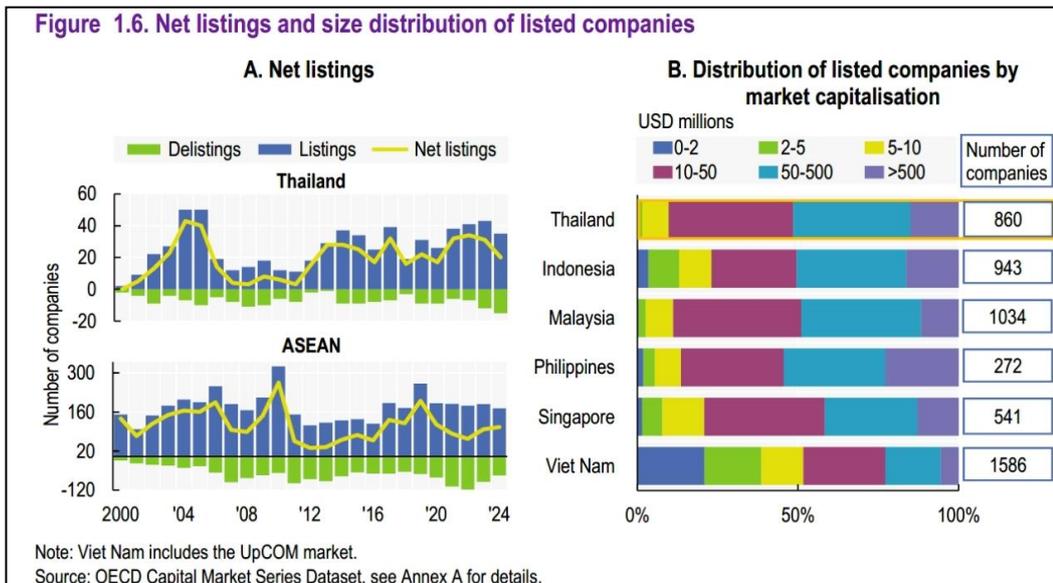


Note: The SEC's office provided information on administrative procedures.

Source: SEC Thailand (2025<sup>[39]</sup>), annual statistics on enforcement cases <https://www.sec.or.th/EN/Pages/MarketData/Yearly.aspx>

## (二)協助企業進入資本市場並提升市場吸引力

- 1、企業申請 IPO 動能趨緩與上市結構失衡：泰國證券市場過去十餘年間整體呈現成長趨勢，自 2015 年以來淨上市公司家數持續增加，惟近年該成長動能略有趨緩，且下市家數亦有所上升，顯示市場結構正出現變化。就上市結構觀察，市場仍高度集中於大型企業，中小型與成長型企業占比偏低，影響市場多元性與活絡程度；相關情形亦反映於 IPO 審查流程相對繁複、核准時程偏長，以及中小企業缺乏合適上市管道等結構性因素。鑑此，OECD 建議由監理機關設定明確且可預期之 IPO 核准時程上限，並精簡申請程序，以降低上市不確定性；另建議檢討中小型與成長型企業之上市制度設計，提供更具彈性之公開市場進入途徑，以提升整體市場吸引力。



2、市場流動性不足與投資研究覆蓋集中問題：儘管泰國股票市場整體周轉率仍屬偏高，交易活動卻高度集中於少數大型上市公司，致中小型公司之市場流動性相對不足；此外，投資研究覆蓋度與分析師研究資源多集中於大型企業，中小型上市公司之研究覆蓋相對有限，影響投資人資訊取得與市場參與意願，進而抑制次級市場之活絡。因此，OECD 建議鼓勵更多中型企業上市，以改善市場結構並提升整體流動性，同時支持中小型上市公司之獨立研究與資訊揭露品質；另可檢討現行市值型指數之編製方式，引導市場關注度均衡分布於不同規模之上市公司。

**Table 1.5. Approval timeline for regulators**

Indonesia	Malaysia	Philippines	Singapore	Thailand	Viet Nam
2.5-3 months	3-6 months	2-2.5 months	2-3 months	4-5.5 months	2-3 months

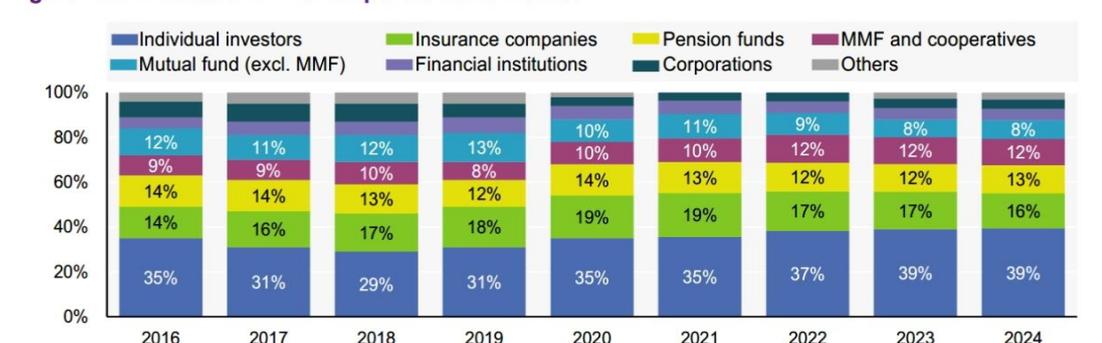
Note: Bursa Malaysia and SC committed to a 3-month process in 2023. SEC Philippines has a 45-day approval process but according to OECD consultations, the process has historically often taken longer.

Source: Baker McKenzie (2024<sup>[45]</sup>), [Quick Summary | Ho Chi Minh Stock Exchange | Cross-Border Listings Guide](#); Bursa Malaysia (2025<sup>[46]</sup>), [Listing Process](#); IDX (2023<sup>[47]</sup>), [IDX Go Public](#); Norton Rose Fulbright (2024<sup>[48]</sup>), [IPO process accelerated: Enhanced application timeframes by SFC and SEHK](#); SC Malaysia (2024<sup>[49]</sup>), [SC, Bursa Malaysia Pledge Speedier IPO Approvals for Main, ACE Markets](#); OECD consultations.

### (三)發展公司債券市場：

1、企業債券市場規模具一定深度，惟投資人結構高度集中於本國散戶：泰國企業債券市場在亞洲地區具備相當規模，惟投資人結構高度集中於本國散戶，外資與機構投資人參與比例偏低，顯示資金來源未臻多元，亦提高市場對特定投資人行為變動之敏感度，增加潛在波動風險。因應投資人結構集中之情形，OECD 建議強化企業債券市場之投資人保護與資訊揭露制度，以提升市場透明度與投資信心，並改善市場基礎建設與法制環境，吸引更多機構投資人與外資參與，以促進投資人結構多元化。

**Figure 4.6. Investors in Thai corporate bond market**



Note: Money Market Funds (MMFs) are investment funds that typically invest in short-term, low-risk debt instruments, seeking higher-yielding corporate bonds.

Source: BMA (2024<sup>[21]</sup>), Annual report, <https://www.thaibma.or.th/EN/About/AnnualReport.aspx>.

2、**違約處理機制不足與債權人保護有待強化**：在違約債券之處理方面，現行庭外協商缺乏具法律效力之保障，司法程序又相對冗長，影響債權人權益保障與市場信心，並提高企業發債成本，限制公司債市場進一步發展。有鑑於違約處理機制之不足，OECD 建議明確規範違約債權轉讓與執行之法律地位，提升債券契約條款之標準化與揭露程度，並透過信用保證、評等補助與證券化工具等配套措施，降低中小企業進入債券市場之門檻。

#### (四)深化投資者基礎：

- 1、**機構投資人資產快速成長，惟資產配置偏向保守**：近年泰國機構投資人資產規模快速成長，至 2024 年底其資產總額已相當於 GDP 之 88%，較 2014 年之 68% 明顯提升，其中以退休基金成長幅度最為顯著，其次為投資基金及保險公司，惟其資產配置仍偏向固定收益工具，對資本市場之長期支撐功能尚未充分發揮；其中保險公司之投資配置亦受法規與資本適足要求限制，影響其參與高成長資本市場工具之能力。基此，OECD 建議檢討並適度放寬對高風險資產之投資限制，於兼顧審慎監理之前提下，透過策略性資產配置指引與績效基準設計，引導機構投資人採取更具長期導向之投資行為。
- 2、**家庭部門市場參與有限，金融素養仍待提升**：家庭部門對資本市場之參與程度仍偏低，金融教育普及程度與長期儲蓄、投資習慣尚待加強，對信用評分制度之理解不足，亦限制其進行有效之財務規劃與投資決策。因此，OECD 建議推動「強制參與、可選退出」之退休金制度設計，透過預設選項機制提升制度覆蓋率，並結合金融科技與創新儲蓄工具，鼓勵全民參與資本市場，另加強信用評分制度之教育與宣導，以促進更健全之儲蓄與投資行為。

#### 二、與談人發言重點：

- (一)**從國際經驗看公司治理改革之長期路徑**：OECD 金融與企業事務部門主任 Carmine DI NOIA 強調，公司治理改革並不存在立竿見影之快速解方，而是一條需透過多項制度調整與市場行為改變逐步累積之長期路徑。其指出，

日本與韓國之經驗顯示，透過明確聚焦於股東價值、資本效率與董事責任，並搭配公司治理原則之持續落實，已逐步改變投資人對市場之整體觀感。其進一步說明，有效的公司治理不應淪為形式化之揭露或「勾選式（tick-box）」措施，而應導向實質成果，例如改善資本配置效率、提升股東報酬與企業長期競爭力；在此過程中，機構投資人之積極參與與盡職治理角色亦不可或缺。其並指出，結合法規要求、交易所規則、自律機制與投資人行為之「多層次治理架構」，較能因應不同市場特性，並有助於強化市場信心與吸引長期資金進入。

**(二)從私部門觀點反思公司治理品質與市場信任基礎：**泰國資本市場組織聯合會（FETCO）主席 Kobsak POOTRAKOOL 指出，過去一段期間以來，泰國資本市場上市公司家數呈現累積成長趨勢，惟近兩年新增上市家數已明顯放緩；在此背景下，若政策與市場思維仍以市場規模或公司家數之擴張為主要目標，反而可能削弱整體公司治理品質與市場信任基礎。其以董事資源配置為例說明，當上市公司數量於短時間內快速增加時，具備足夠專業能力與時間投入之董事人選相對有限，將不利於董事會實質監督功能之發揮，並可能導致公司治理流於形式。其亦提及，過去數年間市場上曾出現涉及關係人交易、內線交易及價格操縱等案例，不僅影響中小型投資人權益，亦對大型資產管理機構造成實質損失，進一步削弱市場對公司治理與監理執行之信任。其認為，提升公司治理品質不應僅被視為最低合規要求，而應被定位為提升企業價值與市場評價之核心工具；在此脈絡下，透過更嚴謹且具可預期性之治理要求，反而有助於建立長期市場信任，並吸引具長期投資視角之投資人持續參與資本市場。

**(三)泰國推動 JUMP+ Program 提升企業長期價值與市場透明度：**泰國證券交易所（SET）主席 Kitipong URAPEEPATANAPONG 分享，泰國 SET 於 2025 年正式推動 JUMP+ Program，將其定位為「上市公司價值創造支持計畫（Listed Company Value Creation Support Program）」，以提升上市公司長期價值與市場信心；該制度設計係參採日本及韓國市場經驗，並觀察日本市場透過類似機制後，企業整體市值及股價表現已有正向改善成效，反映相關

制度設計在市場運作上具有一定效果。其進一步說明，JUMP+ Program 係納入泰國證券交易所三年策略（2025-2027 年）架構下推動，該策略以「公平且包容性成長（Fair & Inclusive Growth）」為核心，並由三大支柱構成，分別為「Enable Growth Ambitiously（積極促進成長動能）」、「Grow Together & Inclusively（促進共同且包容性成長）」及「Groom People & Our Future（培育人才與未來發展基礎）」，其中 JUMP+ Program 屬於第一支柱「積極促進成長動能」之重點措施，旨在協助具發展潛力之上市公司強化價值創造能力，重點涵蓋營運效率提升、ESG 管理與揭露能力之精進，以及運用資料分析工具與人工智慧（AI）強化決策品質與營運管理之應用，並由泰國 SET 透過提供顧問諮詢、培訓資源及市場溝通等管道，協助企業提升市場能見度與投資人理解。JUMP+ Program 採自願參與方式，目前已有約 85 家上市公司申請加入，並以 2025 年底達成 100 家上市公司為推動目標，參與企業主要分布於服務業、不動產及消費科技等產業，顯示該計畫已獲得一定程度之市場回應；泰國 SET 亦規劃推出追蹤 JUMP+ Program 參與公司表現之相關指數，並與投資機構合作提供分析報告，以促進市場進行更具資訊基礎之投資判斷。

**(四)推動泰國個人儲蓄帳戶(Thailand Individual Savings Account, TISA)引導散戶資金採取長期投資配置：**泰國證券交易委員會（SEC）主席 Wisit WISITSORA-AT 指出，為強化資本市場之投資者基礎，除擴大退休基金、保險等長期機構資金外，亦需改善散戶投資行為偏短線、頻繁進出之現象，以提升市場穩定性與長期資金比重。為回應前述需求，泰國 SEC 正研議推動 TISA 制度，其設計理念係參考日本少額投資免稅制度（NISA）作法，透過設置專屬之個人投資帳戶，並搭配適當之稅賦誘因，引導散戶採取較長期之資產配置策略。泰國 SEC 主席並強調，相較於單純透過強化處罰以抑制短線交易行為，採行正向誘因措施並建構穩定且可信賴之執法架構，往往更有助於促進投資人形成長期投資行為。整體而言，TISA 可作為提升散戶長期參與、擴大長期投資者基礎之重要政策工具之一，並可與其他市場制度改革相互配合，進一步強化泰國資本市場之韌性與穩定性。

## 主題二：「機構投資人如何形塑亞洲資本市場」

報告人：Yun TANG, Capital Markets and Financial Institutions, OECD

主持人：Ryushiro KODAIRA, Senior Staff Writer, the Nikkei

與談人：Tan BOON GIN, Chief Executive Officer, SGX RegCo

Roberta CASALI, Vice-President for Finance and Risk Management, ADB

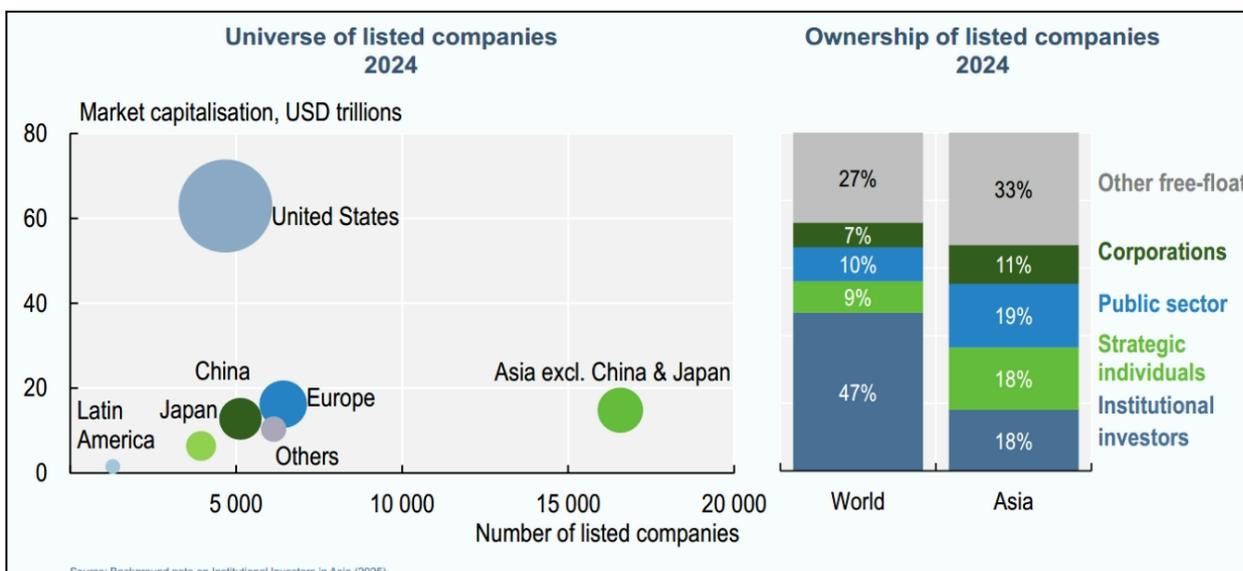
Helena FUNG, Head of Research and Advocacy, Asian Corporate Governance Association

Chengchen WANG, Managing Director, China International Capital Corporation

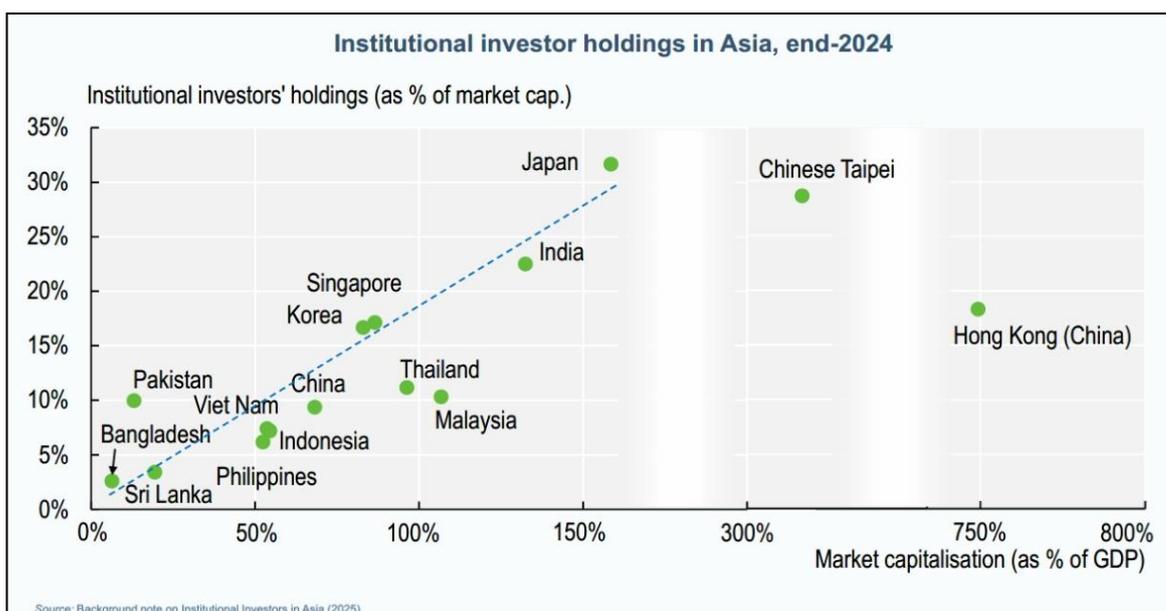
Zilin ZHU, Vice President of Listed Company Management Department, Shanghai Stock Exchange

一、本專題首先由 OECD 金融與企業事務部門代表 Yun TANG 就「機構投資人在亞洲資本市場之角色與影響」進行簡報，從市場結構、監理與盡職治理架構，以及議合（engagement）機制三個層面，分析機構投資人如何形塑亞洲資本市場之發展方向，其重點摘述如下：

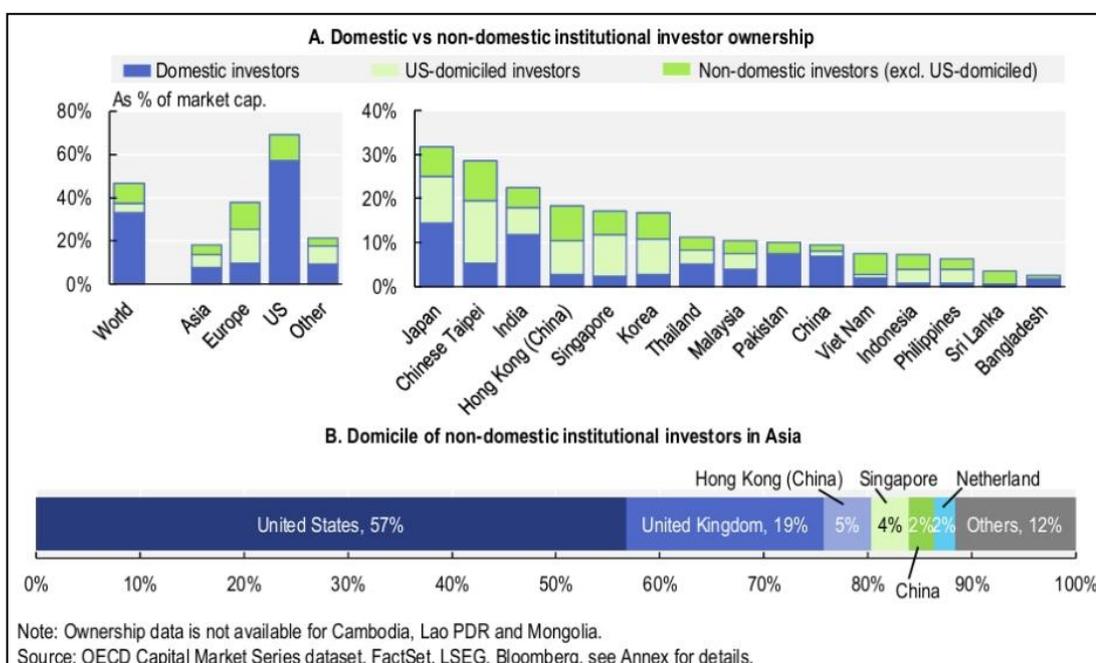
**(一)亞洲資本市場規模龐大，惟機構投資人持股比重仍偏低：**簡報指出，亞洲雖在全球資本市場中占有重要地位，惟截至 2024 年底，機構投資人於亞洲上市公司之平均持股比重僅約 18%，顯著低於全球平均水準；相較之下，亞洲上市公司股權結構仍以企業法人、政府部門及策略性個人股東為主，顯示市場結構高度集中，機構投資人於公司治理與市場監督中之影響力，仍有進一步發揮之空間。講者指出，此一結構特性對機構投資人透過議合推動長期治理改善與資本配置效率，形成一定程度之限制；在控制股東影響力較高之市場環境下，即便機構投資人具備專業分析能力與長期投資視角，其實際影響公司重大決策之空間仍相對有限，較難即時反映於公司策略調整或治理結構變化；此外，當市場中可自由流通股份比例偏低時，亦可能降低機構投資人增加持股或投入資源進行深度議合之誘因，進而影響其發揮長期穩定資金與治理監督功能之效果。



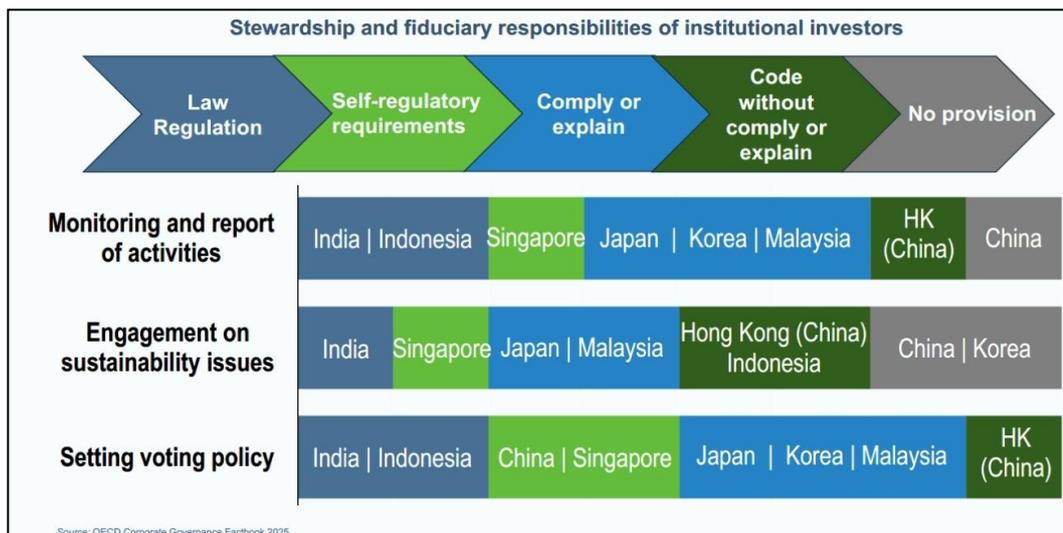
(二)市場規模與制度成熟度影響機構投資人之議合基礎：就各經濟體觀察，機構投資人持股比重以日本及我國相對較高，印度與香港亦居於較高水準；相較之下，新加坡與韓國則約落在中上區間。講者進一步指出，市場規模、資本市場深度、監理制度之穩定性與可預期性，以及投資人保護制度，仍是支持機構投資人進行長期投資與議合活動之重要基礎，惟各市場之制度設計與發展階段不同，使機構投資人持股結構呈現差異化分布，在市場規模較小或制度尚未成熟之市場中，機構投資人之議合功能亦較難有效發揮。



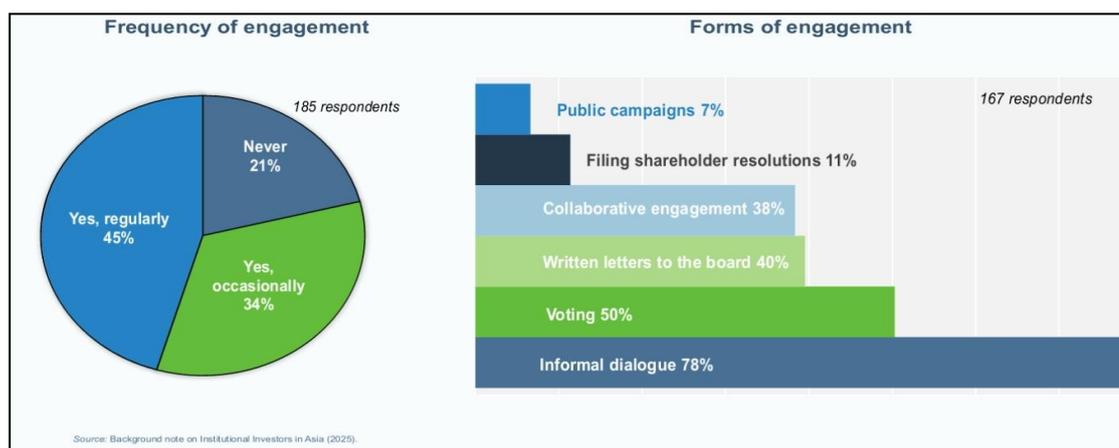
(三)亞洲機構投資人持股結構中，跨境資金比重偏高：依 OECD 統計，亞洲地區機構投資人之股權持有結構中，非本國機構投資人合計持有約亞洲上市股票市值之 10%，略高於本國機構投資人之 8%，顯示在機構投資人持股結構中，已有超過半數來自跨境資金。惟各市場間差異顯著，我國、日本、香港、新加坡及韓國等市場，非本國機構投資人參與程度較高，中國、印度及巴基斯坦則仍以本國機構投資人為主；就資金來源觀察，亞洲非本國機構投資人持股主要來自美國，其次為英國，區內市場如香港及新加坡亦占有一定比重。講者同時提醒，跨境資金雖有助於提升市場流動性，惟亦可能因全球資金配置快速調整而放大市場波動，監理機關在吸引外資與維持市場穩定之間，須審慎權衡相關政策設計。



(四)亞洲各國逐步建構機構投資人盡職治理與議合相關規範：在制度層面，亞洲多數司法管轄區已陸續引入或強化機構投資人之盡職治理與受託責任規範，內容涵蓋投票政策之制定與揭露、與被投資公司進行議合之原則，以及議合活動之相關資訊揭露等事項。相關規範形式包括法律規定、自律性要求、遵循或解釋守則及非強制性指引等，此類架構有助於各國依其市場特性彈性調整，惟亦可能導致機構投資人實際議合品質與深度存在差異。

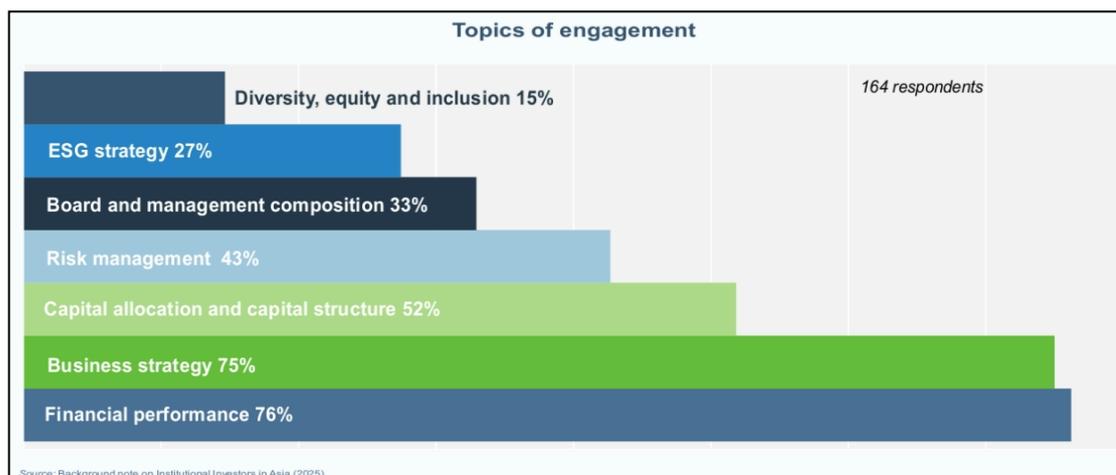


(五)亞洲機構投資人之議合多以非公開方式進行：根據 OECD 調查結果，多數機構投資人約有近半數表示會定期與被投資公司進行議合。就議合方式而言，最常見者為非正式對話，如私下會談、電郵或電話溝通，其次為投票權行使及向董事會提出書面意見，亦有相當比例採取共同議合方式（collaborative engagement）；相較之下，透過提出股東提案或發動公開倡議等較具對抗性或公開化之方式者，所占比例明顯偏低。此一現象反映亞洲市場普遍存在之控制股東結構與企業文化特性，亦顯示投資人行動主義在亞洲仍處於相對溫和之發展階段。



(六)議合議題仍以財務與經營策略事項為核心：在議合內容方面，機構投資人最關注之議題仍集中於財務績效、企業經營策略、資本配置及風險管理等核心事項；相較之下，ESG 策略、董事會組成及多元性等永續相關議題，雖逐漸受到關注，惟目前仍非議合之主要重心。講者並指出，隨永續資訊

揭露制度日益成熟，投資人透過議合關注永續議題之比重，未來可能逐步提高。



(七)機構投資人於亞洲推動議合仍面臨結構性挑戰：講者於簡報最後總結指出，機構投資人於亞洲市場進行有效議合時，普遍面臨多項結構性與制度性挑戰。首先，多數亞洲上市公司仍存在控制股東持股高度集中之情形，使公司重大決策權力集中於少數股東或管理階層，機構投資人即便透過議合表達意見，其影響力仍相對有限。其次，公司資訊揭露品質與即時性不足，特別是在策略決策、風險管理及董事會層級資訊方面，均可能降低投資人進行實質對話之基礎。此外，部分市場中，投資人難以直接接觸具實質決策權之董事或高階管理階層，加上語言與企業文化差異，亦提高跨境機構投資人進行議合之溝通成本。面對上述挑戰，講者強調，單純要求機構投資人承擔更多議合責任，未必能即時產生效果；長期而言，仍須透過持續改善公司治理架構、強化董事會功能、提升資訊透明度與可近性，方能為機構投資人議合創造有利環境，並使其在亞洲資本市場中發揮更具建設性之治理角色。

## 二、與談人發言重點：

(一)從治理生態系觀點檢視亞洲機構投資人議合之演進與限制：ACGA 研究與倡議主管 Helena Fung 指出，過去十餘年間，亞洲地區之盡職治理與機構投資人議合已出現顯著演進，議合行為不再僅屬於投票或單次互動，而是逐步內嵌於投資決策與資本配置流程之中；其並觀察到，近年機構投資人對議合成果之透明度與揭露品質要求明顯提高，透過具體案例說明議合如何

影響公司行為，已成為專業化趨勢之一。Helena Fung 同時強調，亞洲多數市場普遍存在控制股東結構高度集中之情形，加上董事會對於與投資人直接對話之角色認知仍偏保守，使機構投資人即便具備議合意願，其實際影響公司重大決策之空間仍有限。其並進一步指出，董事會獨立性、獨立董事與投資人溝通機制，以及公司治理規範與盡職治理守則之相互配合，乃提升議合成效之關鍵，若僅單方面強化投資人責任，而未同步改善公司治理架構，議合功能恐難以充分發揮。

## (二)從資本市場角度強化市場信任之投資人參與機制：

- 1、亞洲開發銀行（ADB）副總裁 Roberta Casali 指出，機構投資人能否在亞洲資本市場中有效參與公司治理，關鍵在於是否能降低參與門檻，以促進機構投資人與公司及董事會間之實質對話。在此脈絡下，混合式股東會（hybrid AGMs）被視為近年極具意義之發展，投資人即便無法親自出席，仍能透過線上方式與董事會互動並行使表決權，進而擴大股東參與範圍，並提升公司治理之透明度與問責性。Roberta Casali 並指出，在亞洲多數市場中，單一投資人持股比例有限，共同議合因而成為推動有效盡職治理之重要方式；透過多個機構投資人就共同關切議題形成一致立場並與公司溝通，有助於放大投資人聲音，並促進較具建設性且長期導向之對話，進而支持投資人參與公司治理之實質成效。
- 2、Roberta Casali 進一步說明，建立投資人對市場之信任亦有賴於一致、透明且具可比性之制度架構。ADB 近年即與泰國合作，協助制定當地廢棄物管理部門之永續分類標準（taxonomy），並於制定過程中特別兼顧與國際分類標準之可比性（international equivalence），以及與在地產業結構及政策環境之適切性（local relevance），使相關分類標準得以作為界定永續活動範圍與資金用途之重要依據，並支撐後續金融商品與政策工具之設計。其並以具體案例說明，ADB 於 2024 年協助泰國政府發行亞太地區首檔主權永續連結債券，並在私部門層次與泰國企業合作，依據在地分類標準建立藍色金融架構（blue finance），先透過藍色貸款引導資金投入相關專案，嗣後再由企業於市場發行藍色債券，將資金導向支持海洋與水

資源永續利用相關活動之金融安排。此類案例顯示，分類標準不僅流於形式性遵循，亦可作為引導資金流向並促進市場發展之重要制度基礎。

### (三)透過公共資金與外部基金經理人促進投資人議合：

- 1、新加坡交易所執行長 Tan Boon Gin 指出，日本公司治理改革經驗顯示，機構投資人議合之深化並非僅仰賴監理規範，而是可區分為「市場驅動」與「監理驅動」兩個階段。其表示，日本在推動「企業價值提升計畫（Corporate Value-up Program）」之前，早於十餘年前即已透過國家退休基金（GPIF）投入本國股票市場，並委託外部基金經理人進行管理，同時賦予其與投資標的公司進行議合之責任，逐步建立由機構投資人所形塑之市場紀律，為後續制度性改革奠定基礎
- 2、Tan Boon Gin 進一步說明，新加坡近年亦嘗試借鏡此一「市場先行」模式，於 2025 年初推出「股票市場發展計畫（Equities Market Development Programme, EQDP）」，首次將公共資金投入本國股票市場，首波規模達 50 億新幣，並透過外部基金經理人進行管理。其指出，該計畫具有三項主要設計特徵：其一，資金配置方式與新加坡市場導向之外部基金經理人一致；其二，透過公共資金作為引導，期望吸引私人資本共同投入，以放大市場效果，而非僅限於 50 億新幣本身；其三，資金運用強調主動選股與投資標的之價值提升，而非被動式配置。其表示，透過此一安排，外部基金經理人在受託管理公共資金之同時，須就公司策略、財務管理及價值提升方向與投資標的公司進行實質互動，進而形塑由市場主導之投資人議合與監督力量。其並強調，透過公共資金與外部基金經理人之結合，可在不立即依賴強制性監理措施之情況下，逐步培養上市公司回應機構投資人關切之誘因，並強化市場對流動性、資本配置效率及公司價值提升之重視，此一作法被視為新加坡以市場機制逐步形塑投資人議合文化之政策嘗試。

### (四)中國近年促進機構投資人參與公司治理之制度改革與市場配套措施：

- 1、上海證券交易所(以下簡稱上交所)副總裁 Zilin ZHU 表示，上交所近年從「投資人端」與「上市公司端」兩方面同步推動相關措施，促進國際機

構投資人與上市公司之建設性溝通。在投資人端方面，上交所透過多元活動強化國際投資人對中國上市公司之接觸，包括辦理以國際投資人為對象之上市公司參訪交流活動，自 2021 年以來吸引逾千人次國際投資人參與相關活動、超過 200 家上市公司之實地交流，涵蓋科技、生技醫藥與消費等產業；上交所並以 ESG 為主題，連續多年邀請機構投資人（例如挪威央行投資管理公司, NBIM）、ESG 評等機構（例如 MSCI）與上市公司進行交流，並安排上市公司赴海外辦理投資人說明活動，並定期舉辦年度全球投資人會議。

- 2、在公司端方面，上交所代表進一步指出，中國已於 2024 年 7 月修正公司法，其中一項重要變革係將股東行使提案權之持股門檻由原本之 3% 下修至 1%，使持股比例較低之投資人得以更容易提出股東議案，實質提升少數股東參與公司治理之可能性；上交所亦配合前揭修法方向，於當年度修正相關自律規則，要求上市公司於財報發布或重大市場事件等關鍵時點舉辦投資人說明會，以強化資訊溝通之即時性。另上交所亦自 2024 年 7 月起推出「one click access」機制，由上市公司授權上交所於股東會前以簡訊提醒投資人開會資訊，投資人可直接透過簡訊連結完成投票，且公司無須額外負擔費用，透過數位化工具簡化作業流程，有助於提升投資人參與度，並使投資人得以更便利方式參與公司治理。

### 主題三：「公私募市場之間之互動關係與發展趨勢」

報告人：Carl LEKVALL, Capital Markets and Financial Institutions, OECD

主持人：Chonladet KHEMARATTANA, President, Thai Fintech Association

與談人：Julian HASHIM, Chief Regulatory Officer, Bursa Malaysia

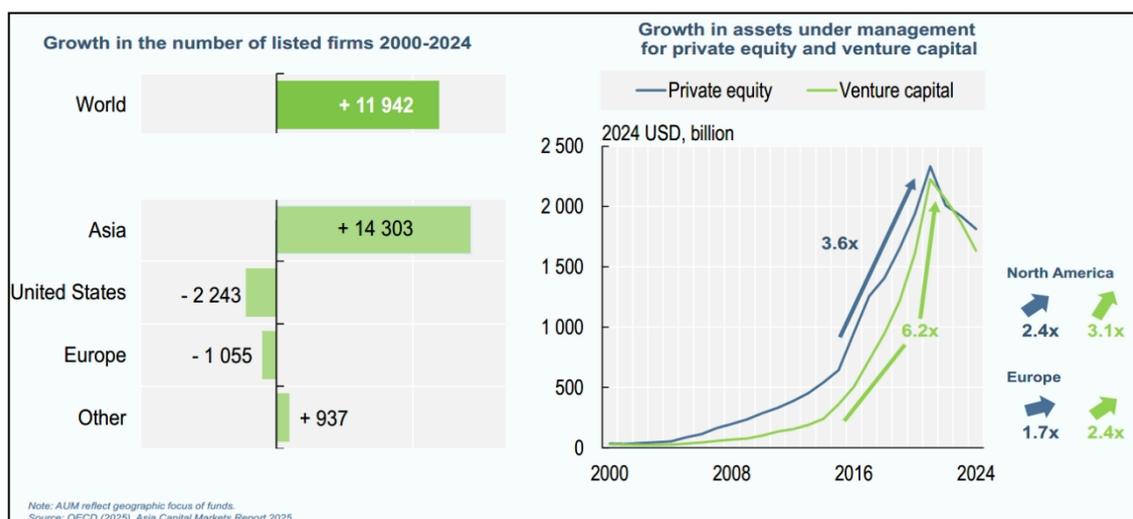
Michael TANG, Head of Listing Policy & Product Admission, SGX RegCo

Kerrie WARING, Director General at the Chartered Governance Institute

Rachel WATERHOUSE, Chief Executive Officer, Australian Shareholders' Association

一、本專題首先由 OECD 金融與企業事務部門代表 Carl LEKVALL 進行簡報，說明近年全球及亞洲資本市場中，公開募集市場與私募市場之結構性變化，以及兩者之間逐漸形成之互補與競合關係。講者指出，在全球資本需求持續上升、企業成長模式多元化，以及私募資金快速擴張之背景下，重新檢視公私募市場各自功能定位及政策回應方向，已成為各國監理機關與市場參與者關注之核心議題。其重點摘述如下：

(一)亞洲公私募市場在全球脈絡下之發展趨勢：簡報首先從全球資本市場結構變化切入，指出近二十年來，亞洲公開募集市場與私募市場均呈現顯著成長趨勢，但其成長型態與歐美市場有所不同。根據 OECD 統計，自 2000 年以來，亞洲上市公司家數整體仍呈淨增加，顯示公開市場在亞洲資本形成中仍具重要地位；相較之下，美國與部分歐洲市場則出現上市公司家數下降之情形。與此同時，亞洲私募股權及創投資產管理規模快速擴張，反映企業在成長初期與中期階段，愈加仰賴私募資金支持。講者指出，此一趨勢並不意味公開市場功能弱化，而是顯示企業資本籌措途徑出現結構性調整，私募市場逐漸承擔起支持企業早期成長、承擔較高風險之角色，而公開市場仍在提供流動性、價格發現與長期資本配置方面發揮關鍵功能。整體而言，亞洲資本市場正逐步形成由私募與公募市場相互銜接、分工互補之發展樣態，而非呈現單純競合關係。



## (二) 私募市場仍具成長空間，惟成熟度高度不均：

- 1、講者進一步指出，儘管亞洲私募市場近年快速成長，其資產管理規模占 GDP 比重，整體仍顯著低於北美與歐洲，顯示私募市場在亞洲仍具相當發展潛力；然而，若進一步觀察各國市場狀況，私募市場成熟度呈現高度不均現象，不僅反映於投資金額與案件數差異，亦顯著體現在投資「退出活動 (exit activities)」之多元性與順暢程度上。
- 2、所謂退出活動，係指私募投資人在完成投資後，透過 IPO、企業併購、次級市場轉讓或其他資本重組方式，實現投資回收與價值變現之過程。講者表示，在部分亞洲市場中，退出管道相對多元，IPO 與併購市場運作較為成熟，有助於形成私募投資的良性循環；反之，部分市場之退出活動仍高度集中於單一管道，特別是過度仰賴 IPO。當公開市場景氣反轉或上市環境趨嚴時，將直接影響私募投資之回收時程與報酬預期，進而抑制新資金投入意願。

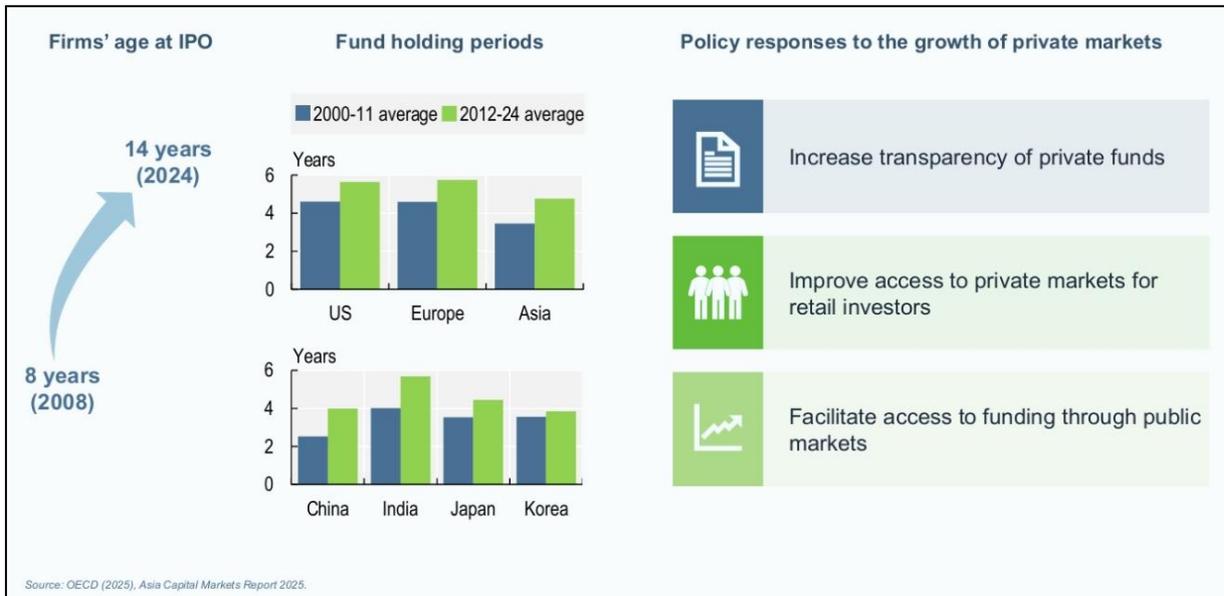
## (三) 亞洲資本市場之結構性挑戰與潛在機會並存：

- 1、講者指出，亞洲私募股權與創投市場雖快速成長，但其發展仍面臨多項結構性挑戰。首先，亞洲多數市場普遍存在家族企業與企業集團持股高度集中的情形，外部投資人即便投入資金，於投資後實質參與公司治理與發揮監督功能之空間仍相對有限，進而增加投資後管理與價值提升之難度。其次，私募投資之退出管道仍不夠多元且不確定性偏高，多數市場高度仰賴 IPO 作為主要退出方式，惟當公開市場表現疲弱、上市時機

存在不確定性，或市場估值折價擴大時，將直接影響私募投資回收時程與報酬預期。此外，部分國家仍存在法規制度尚未成熟、跨境投資限制及監理不確定性等問題，進一步提高投資與退出之制度成本，抑制私募市場之發展效率。

- 2、儘管上述挑戰仍在，講者亦指出亞洲私募市場具備中長期成長機會。首先，部分地區公開市場近年回溫，對私募市場產生正向外溢效果，有助於改善企業估值基礎，提升 IPO 作為退出管道之可行性與可預期性。其次，隨著企業治理改革意識提升，部分企業對外部股權與專業投資人之接受度提高，私募投資人得以更積極參與並發揮策略與治理價值。再者，相較歐美市場，亞洲機構投資人對私募之配置比例仍偏低，顯示在制度成熟度與投資工具持續完善之情況下，私募市場仍具吸引更多長期資本投入之潛力。整體而言，亞洲私募市場正處於結構性限制逐步鬆動、正向發展動能逐漸累積之轉型階段。

(四)企業延後上市趨勢與政策回應方向：講者最後指出，企業自成立至上市之年數呈現延長趨勢，亞洲亦不例外。隨私募市場資金充裕、投資期間拉長，企業得以在未上市狀態下完成多輪融資，降低過早進入公開市場須承擔之法遵成本。然而，講者強調，企業延後上市並非全然負面現象，惟若大量企業長期停留於私募市場，可能削弱公開市場之廣度與包容性，亦可能限制一般投資人參與企業成長之機會。在此背景下，各國政策回應逐漸聚焦於三項方向：第一，強化私募基金相關資訊之揭露與資料蒐集，使監理機關與市場能更清楚掌握私募市場規模、資金流向與風險集中情形，以降低資訊不透明可能引發之風險；第二，透過退休基金、投資基金或其他制度性安排，讓一般投資人得以以間接方式參與私募市場，在不直接承擔高風險之情況下，分享企業成長所帶來之報酬。第三，持續改善公開市場環境，使其仍具吸引企業上市之功能，包括維持市場流動性、合理估值與良好公司治理水準，以確保公開市場在資本市場體系中仍扮演關鍵角色。



## 二、與談人發言重點：

### (一) 私募市場之間之治理要求應具一致性與延續性：特許公司治理學會

(The Chartered Governance Institute, CGI) 代表 Kerrie WARING 從公司治理角度指出，不論企業處於私募或公開市場階段，健全之治理架構始終是企業長期價值創造之關鍵。其表示，私募企業在股權結構相對集中之情況下，雖有助於提升決策效率，但亦可能因監督機制不足而產生治理風險，若企業在成長初期未能逐步建立符合公開市場期待之治理制度，將增加未來轉換至公開市場之調整成本。其並強調，公私募市場之間之治理要求不應出現明顯落差，而應以原則導向方式，鼓勵企業及早導入董事會監督、風險管理及資訊揭露機制，此一作法不僅有助於提升企業對長期資本之吸引力，也有助於私募市場與公開市場之間形成更順暢之銜接關係，強化整體市場信任。

### (二) 公開市場仍具流動性與治理優勢，惟估值落差影響企業上市意願：

- 1、針對公私募市場究竟為互補或競合關係，新加坡交易所代表 Michael TANG 表示，兩者兼具互補與競合之特性，公開市場一方面為私募基金提供資產退出與資本再循環之管道，惟私募資金另一方面亦與公開市場爭奪相同類型之優質企業，使企業自成立至上市之年數逐漸拉長。其指出，對投資人而言，公開市場之主要優勢在於資訊透明度與流動性，使

投資人得以在任一時間點，以透明價格進出投資市場；相較之下，私募市場多僅於特定時點提供退出機會，價格形成亦較不明確。然其亦指出，公開市場相對嚴格之資訊揭露與公司治理要求，對企業在合規成本、管理資源配置及營運彈性方面構成一定負擔，進而影響其是否選擇上市。

- 2、Michael TANG 進一步引用劍橋聯合顧問公司（Cambridge Associates）對全球私募基金之研究指出，企業延後上市之重要原因之一，在於私募市場之估值水準已明顯提高。該研究顯示，私募基金於 2020 年出售投資標的時，其平均企業價值倍數（EV/EBITDA）約為 15.5 倍，相較其最初投資時之 9.9 倍，已有顯著上升；而至 2022 年，私募基金在收購企業時之平均企業價值倍數亦已達 15.6 倍。在此情況下，私募基金對未來退出價格之期待自然提高，使企業是否選擇上市，不再僅止於是否符合上市規定或法遵要求之問題，而是取決於公開市場能否提供足夠之流動性與估值支撐，以承接私募市場既有之價格水準。

## 主題四：「董事會於永續資訊揭露中之核心角色」

報告人：Astrid LUDIN,

Deputy Commissioner, Financial Sector Conduct Authority of South Africa

Bureau Member, OECD Corporate Governance Committee

主持人：Julia TAY, Partner and Public Policy Leader, EY

與談人：Rachel Esther J. GUMTANG-REMALANTE, Director of Corporate Governance and Finance Department, SEC Philippines

Marianne HARPER GOW, Director and ESG Specialist at Baillie Gifford & Co

Masamichi KONO, Senior Advisor of MUFG Bank

Jen SISSON, CEO, International Corporate Governance Network

Eliza TAN, Head of the Sustainable Development Office and IPO Admissions, SGX RegCo

一、本專題首先由 OECD 公司治理委員會成員 Astrid LUDIN 就 2025 年 11 月發布之《亞洲董事會責任與永續相關揭露報告》進行簡報，說明在全球永續轉型趨勢下，董事會於永續資訊揭露體系中所扮演之關鍵角色。該報告係依循 OECD 公司治理原則第 VI.C 條精神，強調公司治理架構應確保董事會能夠辨識、監督並回應具重大性之永續風險與機會，並以亞洲八個主要經濟體（包括中國、香港、印度、印尼、日本、韓國、新加坡及越南）為觀察對象，檢視渠等於永續揭露法制及執法實務之發展情形，並與法國及英國等市場進行對照分析。報告重點摘述如下：

(一)永續資訊揭露生態系與董事會之互動關係：永續資訊揭露係由多方參與者共同構成之制度生態系，涵蓋監理機關、證券交易所、投資人，以及企業內部治理架構。亞洲國家於永續揭露監理上係採取強制（印度與印尼係以法規形式建立強制揭露要求；香港及新加坡則納入證券交易所上市規則）或鼓勵（韓國透過公司治理守則，採取「遵循或解釋」方式引導企業逐步強化永續資訊揭露），抑或兩種方式並行（日本永續揭露規範係同時納入法

規及公司治理守則)；在提升永續資訊可信度方面，部分國家已開始導入外部確信機制，並訂有明確推動期程，例如印度已要求上市公司 2024 及 2025 年永續資訊應取得有限確信，並規劃於 2027 年起取得合理確信；新加坡則要求上市公司 2029 年至 2032 年之永續資訊應取得有限確信；日本及韓國亦正研議相關確信制度之導入。董事會在此永續資訊揭露生態系扮演連結外部揭露要求與內部管理流程之關鍵角色，其須確保公司具備適當之資訊蒐集、內部控制及跨部門協調機制；另隨著各國逐步推動永續資訊之第三方確信，董事會亦須更積極關注揭露品質，避免永續揭露流於形式，影響市場對企業治理之信任。

Overview of sustainability related disclosure in selected jurisdictions			
Jurisdiction	Sustainability-related disclosure	Disclosure standards	Primary users of the sustainability-related disclosure
China	R, C	Local	Multiple stakeholders
France	L	ESRS	Multiple stakeholders
Hong Kong (China)	R	Local standards (climate reporting based on IFRS S2)	Multiple stakeholders
India	L	Local	Multiple stakeholders
Indonesia	L	-	Multiple stakeholders
Japan	L, C	Local standards (based on TCFD, IFRS Sustainability Standards)	-
Korea	C	-	-
Singapore	R, L	IFRS Sustainability Standards (for climate reporting)	Multiple stakeholders
United Kingdom	R, L	TCFD	-
Viet Nam	L	-	-

Key: L = requirement by the law or regulations; R = requirement by the listing rules; C = recommendation by the codes or principles, including frameworks set by the regulator or stock exchange following a "comply or explain" approach; "-" = absence of a specific requirement or recommendation.

Assurance of sustainability information for selected jurisdictions				
Jurisdiction	Framework	Application year(s)		
		Phasing in implementation	Limited assurance	Reasonable assurance
China	-	-	-	-
France	L	Yes	2025 - 2028	-
Hong Kong (China)	PC	No	-	-
India	L	Yes	2024 - 2025	2027 - 2028
Indonesia	-	-	-	-
Japan	PC	No	-	-
Korea	PC	No	-	-
Singapore	PC	Yes	2029 - 2032	-
United Kingdom	PC	No	-	-
Viet Nam	L	-	-	-

Key: PC = public consultation or under active consideration; L = requirement by the law or regulations; R = requirement by the listing rule; C = recommendation by the codes or principles; "-" = absence of a specific requirement or recommendation.

(二)**董事職責與法律義務**：董事會在永續揭露中之法律職責主要立基於「善良管理人之注意義務」與「忠實義務」，本報告援引美國特拉華州「Caremark 請求權（Caremark Claim）」概念，強調董事會若未能針對關鍵任務議題（Mission Critical Issues）建置適當之資訊蒐集與回報系統，可能涉及未本於善意履行職務，進而產生忠實義務相關責任風險。報告也透過比較不同亞洲國家之公司治理模型，指出各國對董事會應優先考量之利益對象存在差異，例如日本、新加坡、香港、印尼及越南係引進英國「開明股東價值概念」（Enlightened Shareholder Value, ESV），於董事義務中導入企業社會責任，並以立法方式扭轉以往公司董事過於追求公司短期利益之現象，要求董事決策過程中應兼顧利害關係人之利益，以達成企業永續經營；韓國目前仍以股東至上（Shareholder Primacy）為主，但已透過引入商業判斷法則（Business Judgment Rule）作為董事責任之審查基礎，在董事已合理取得資訊並進行善意決策之情況下，提供其一定程度之法律保障，以兼顧責任要求與決策彈性。

(三)**永續揭露執法機制與成效**：相較於歐美市場，亞洲地區在永續資訊揭露之執法實務上，雖然部分國家（如印度、新加坡）賦予監理機關直接針對違反永續揭露規定之行為啟動懲處，但調查顯示多數國家仍以合作與引導為主要取向，較少有因永續揭露違規而引發之訴訟或重大裁罰案例，監理作法多著重於與企業溝通、提出意見、發布違規案例、輔導及能力建構等方式，協助企業逐步符合揭露要求。在投資人層面，雖然投資人行動主義有助於提升企業問責與資訊品質，但集體訴訟或代表訴訟（class actions）在亞洲仍不普遍，原因包括經濟誘因不足、程序門檻較高，以及須證明股價影響等限制，部分涉及永續資訊不實之爭議，可能透過證交法以外之其他法律途徑處理，例如消費者保護相關規範。整體而言，在永續揭露制度仍處發展階段之際，監理機關多採取漸進式執法策略，於維持市場信任與避免過度抑制企業揭露意願之間，尋求適當平衡，以兼顧監理有效性與企業遵循可行性。

**(四)政策觀察與未來建議：**報告最後針對永續資訊揭露之未來政策發展提出四項核心建議。首先，監理機關應提升相關規範之明確性，清楚界定董事會於永續資訊揭露中所應承擔之責任範圍，以協助其在履行監督職責時具備明確依循基礎；其次，鑒於永續揭露制度仍處發展階段，監理機關及證券交易所可透過發布實務指引、彙整監理互動案例摘要及最佳實務作法，協助董事會理解如何將永續風險與機會納入決策與揭露流程；至於監理及執法方面，報告建議採取分級且具彈性之監理工具組合，對於輕微或初期違規行為，優先以溝通與改善為主，並保留對重大或反覆違規行為採取進一步執法措施之空間；最後，隨著揭露要求持續增加，報告建議監理機關可善用人工智慧及監理科技（RegTech），提升監理執行與分析效率。綜合上述分析，亞洲市場正逐步朝向永續揭露規範法制化、強化與企業溝通、採取分級執法並輔以科技工具之治理模式發展。

## 二、與談人發言重點：

**(一)國際準則發展與全球一致性推動：**IFRS 基金會代表 Masamichi KONO 指出，當前永續揭露制度正朝建立「全球共同語言」發展，ISSB 準則（S1 與 S2）以成為全球基準（global baseline）為目標，供各國法規於此基礎上加以補充。為回應企業對準則碎片化之疑慮，ISSB 近年積極與 GRI、歐盟永續報導準則（ESRS）合作，推動國際永續報導準則間之互通性（interoperability），以降低企業在多重揭露架構下之法遵負擔。Masamichi KONO 並補充，IFRS 基金會已發布多項指引文件，涵蓋重大性判斷相關說明，並將持續依據企業與投資人之回饋調整永續準則內容；其進一步提醒，永續揭露不應流於「勾選式合規」，董事會應將相關議題納入公司整體策略並加以討論，理解該等議題與企業長期韌性及價值創造之關聯，ISSB 所提供之準則與指引，目的並非增加形式性揭露，而是協助董事會將永續風險、轉型規劃及資本配置納入策略決策。

**(二)投資人視角－重大性判斷與揭露品質期待：**ICGN 執行長 Jen Sisson 指出，投資人最在意董事會能否辨識出具「財務重大性」之永續風險。永續議題涵蓋範圍廣泛，董事會成員不可能具備所有專業知識，因此關鍵不在

於要求每位董事成為永續專家，而在於提名委員會在董事遴選與接班規劃中，應有意識地引入具備永續相關素養之董事，並透過教育訓練補足董事會整體能力。其並指出，「永續資訊治理」為企業目前最大痛點，許多公司仍仰賴高度人工化之資料蒐集方式，容易造成數據不一致與可信度不足問題，其建議董事會推動將永續資訊與財務資訊加以整合，並逐步建構可支撐外部確信之內部控制制度，使投資人得以理解永續事項如何影響企業價值，據以進行相關投資決策。

**(三)投資人視角－資訊揭露效益與實務建議：**柏基投資（Baillie Gifford）代表 Marianne HARPER GOW 指出，永續資訊揭露之核心價值在於提升企業透明度與問責性，改善資訊不對稱，有助投資人了解企業是否具備穩健之治理能力與長期韌性。其以自身任職機構為例，柏基投資平均持股週期長達七年，因此尤為關注被投資公司永續議題是否真正具財務重大性，並能反映於企業之經營策略與資本決策中。其認為，永續報導不僅有利於投資人作出更周延之投資判斷，也有助於企業主動界定其關注之永續議題與風險重點，向市場清晰傳達其策略定位與價值取向，從而掌握溝通與認知主導權，吸引具長期投資理念之資本。其建議企業聚焦三項關鍵作法：第一，強化氣候相關資訊揭露，包含碳排放、情境分析與風險識別，說明其對營運或供應鏈可能產生之影響；第二，建立完善之內部控制制度，確保資訊係透過有制度之流程產出，並具備一致性與可驗證性；第三，具體說明永續議題是否已納入資本支出、研發、或經營目標設定等資源配置決策。透過上述方式，企業能展現永續資訊之財務重大性，亦有助投資人評估其是否已將永續議題融入企業成長之核心邏輯，而非僅為應付法遵要求。

**(四)監理機關作法－新加坡推動永續資訊揭露與治理制度建構：**

- 1、新加坡交易所（以下簡稱新交所）代表 Eliza TAN 指出，新加坡自 2016 年起已要求所有上市公司編製永續報告書，並自 2022 年起逐步引入氣候揭露要求，起初以「遵循或解釋」原則推動，並自 2023 年起強制要求碳密集產業揭露氣候資訊，新加坡亦於近期宣布採用 IFRS 永續揭露準則，並依企業市值與是否為指數成分股決定適用時程。

- 2、Eliza TAN 進一步說明，為防範漂綠行為，新交所採取三管齊下策略，包括：一、強化公司治理面向，要求所有上市公司董事須接受永續培訓，以提升董事對永續議題之基本認知與治理責任意識；二、建置內部審查機制，要求公司委由內部稽核單位（不論內設或外包）依國際標準稽核永續報告書，新交所並發布相關指引，詳細說明永續報告書內部稽核應涵蓋之範疇與評估重點，以協助企業理解稽核標準與利害關係人之期待；三、揭露治理責任與問責安排，公司須於永續報告書說明董事會與管理階層在永續議題上所承擔之角色，包括是否已將永續議題納入公司營運與策略、是否已監督永續議題之管理與風險控管等。此外，新交所亦透過與業界合作辦理培訓課程、實地訪視企業、參與圓桌會議等方式蒐集市場回饋，作為政策設計與監理精進之參考依據。
- 3、Eliza TAN 另 補充，新加坡上市公司自 2029 年起須針對溫室氣體範疇 1 及 2 排放資訊取得有限確信，為協助企業提前整備，新交所與資誠聯合會計師事務所合作發布《轉型中的信任：建構對永續揭露的信賴基礎（Trust in Transition: Building Confidence in Sustainability Disclosures）》報告，提出三項提升永續資訊可信度之核心要素：流程、系統與人員。在「流程」面向，公司應確保永續資訊報導流程設有定期檢討與測試機制，並執行內部控制制度之有效性評估；在「系統」面向，目前部分企業仍依賴人工彙整或試算表進行揭露作業，建議企業逐步導入數位系統，提升資訊蒐集、處理與溝通之效率；最後在「人員」面向，永續報告編製人員須具備永續準則相關知識與計算能力，新加坡會計與企業管制局（ACRA）已制定「永續揭露知識體系指引（Sustainability Reporting Body of Knowledge, SR BOK）」，作為設計專業訓練課程之依據，協助培訓機構開發永續報導所需之核心知識領域，提升相關人員在氣候揭露等重點議題之能力。

**(五)監理機關作法－菲律賓以賦能為核心的監理策略實踐：**菲律賓證券交易委員會代表 Rachel Esther J. GUMTANG-REMALANTE 強調，監理機關應扮演「賦能者」角色，並分享菲律賓推動永續揭露採行之「USES」框架

(Understand, Survey, Expose, Support)，監理機關應先協助企業理解永續揭露相關規範與政策目標 (Understand)，再透過調查與溝通掌握企業實際準備情形 (Survey)，並在制度設計與草案階段充分諮詢外界意見 (Expose)，最後提供技術支援與能力建構資源 (Support)。此框架之核心精神在於將監理角色由單向要求轉為雙向對話，監理機關得以在不立即訴諸強制執法之情況下，引導企業逐步建立永續資訊治理能力，並協助董事會理解其在永續資訊揭露中所承擔之監督責任。

### 三、會後提問：

#### (一)集體訴訟與訴訟外紛爭解決機制：

- 1、與會者詢問，隨著永續資訊揭露逐步走向強制性規範，不實或誤導性之永續資訊可能引發「漂綠」爭議，進而衍生訴訟風險，在亞洲市場集體訴訟仍不普遍知情況下，是否有必要引入「訴訟外紛爭解決機制 (Alternative Dispute Resolution, ADR)」，以仲裁、調解等方式作為投資人與企業間解決永續揭露爭議之補充途徑。
- 2、與談人回應，永續揭露爭議往往涉及高度前瞻性判斷，例如情境分析假設、轉型路徑規劃及供應鏈資料可靠性等，若完全透過傳統司法程序處理，未必能充分反映案件本質；相較之下，透過仲裁或調解等訴訟外紛爭解決機制，或有助於更有效率地處理相關爭議，並降低對企業營運與市場信心之衝擊。與談人亦提醒，永續揭露爭議之關鍵，仍在於董事會是否已合理盡到其監督與盡職調查責任 (Due Diligence)，並能確保其永續相關決策與揭露過程均有具體事實與決策紀錄可供佐證，以利事後對董事會履職情形進行客觀檢視。

#### (二)建置「安全港 (Safe Harbor)」機制之必要性：

- 1、與會者詢問，鑑於溫室氣體範疇 3 資訊高度仰賴外部供應鏈資料，其資訊獲取不僅難度高且具不確定性，若未來強制企業揭露範疇 3 資訊，是否會因無法精確掌握供應鏈數據而面臨漂綠訴訟或行政處罰風險。
- 2、與談人對此深表認同，呼籲監理機關可研議配套之「安全港」制度，提供「有限責任豁免 (Limited Liability Relief)」作為法規執行初期之緩衝。

與談人強調，若監理機關缺乏適當之法律保護機制，企業為求自保，恐陷入「揭露即面臨訴訟」之困境，甚至引發「永續噤聲（greenhushing）」現象，反而不利於資訊透明；只要企業能證明其揭露係基於誠信原則，並已詳實說明數據來源、限制及估算假設，即便最終數據與事實存在微幅偏差，亦不應被視為刻意誤導而受罰，此舉不僅能提高企業揭露意願，更有助於建立正向循環的永續揭露環境。

## 主題五：「集團企業之有效公司治理」

報告人：Tugba MULAZIMOGLU, Capital Markets and Financial Institutions, OECD

主持人：Anne MOLYNEUX, Independent Consultant, Member of Business at OECD

與談人：Richard DYASON, Executive Director, The Institute of Internal Auditors Singapore

Nilupa PERERA, Chief Regulatory Officer, Colombo Stock Exchange

Namuh RHEE, Chairman, Korea Corporate Governance Forum

Ismet YUSOF, CEO, Malaysian Shareholders Watch Group

Le Viet Dung, Senior Expert, Public Company Supervision Department, State

Securities Commission of Viet Nam

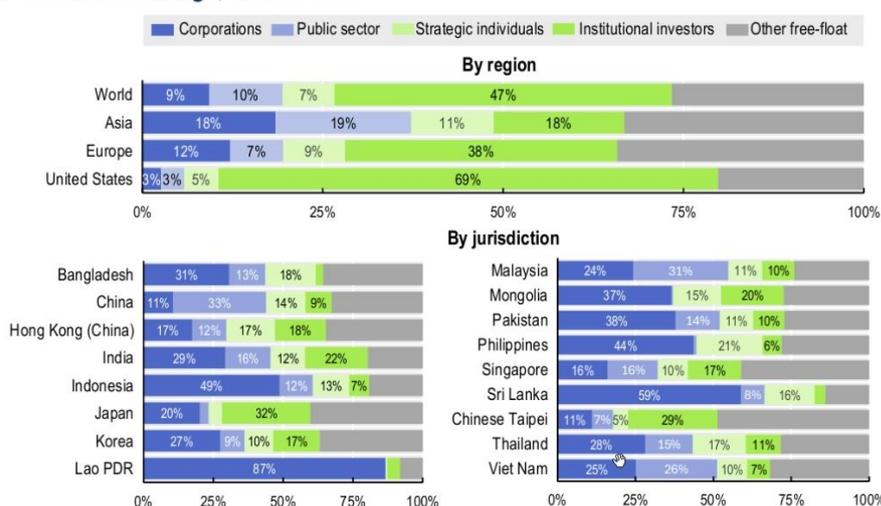
一、本專題首先由 OECD 金融與企業事務部門代表 Tugba MULAZIMOGLU 進行簡報，說明集團企業概況及其在公司治理上引發之課題。報告重點摘述如下：

(一)**集團企業概況**：集團企業係指透過股權控制關係，將多家公司結合為一體運作之企業組合，常見結構包括母子公司型、金字塔型（透過多層次股權結構集中最終控制權）、合資型（兩家以上公司共同控制），以及交叉持股型（集團內公司彼此持有少數股權）。此類集團化經營模式可帶來多項效益，例如風險隔離與責任劃分（透過不同法人降低單一事業失敗對集團整體之衝擊）、提升管理與財務效率（如集團內部資金調度彈性）、運用子公司拓展當地市場、保存商譽與契約關係，並作為策略聯盟或建立政商關係之工具等。然而，集團企業亦伴隨顯著之公司治理與資訊透明度風險，尤其在多層次股權結構下，集團內部之決策權責與監督責任可能趨於模糊，過度複雜之持股網絡亦不利於外部利害關係人清楚辨識實際控制人；此外，集團內頻繁之關係人交易若缺乏適當控管，容易引發利益衝突，進而侵蝕資訊透明度並削弱投資人信心，對少數股東權益尤為不利。

(二)**亞洲市場之集團企業特性**：集團企業在亞洲資本市場中極為普遍，且多由家族或企業法人集中控制，部分集團企業更採取金字塔型或交叉持股等複雜架構，使最終控制者之身分不易辨識。根據 OECD 統計，企業法人在亞

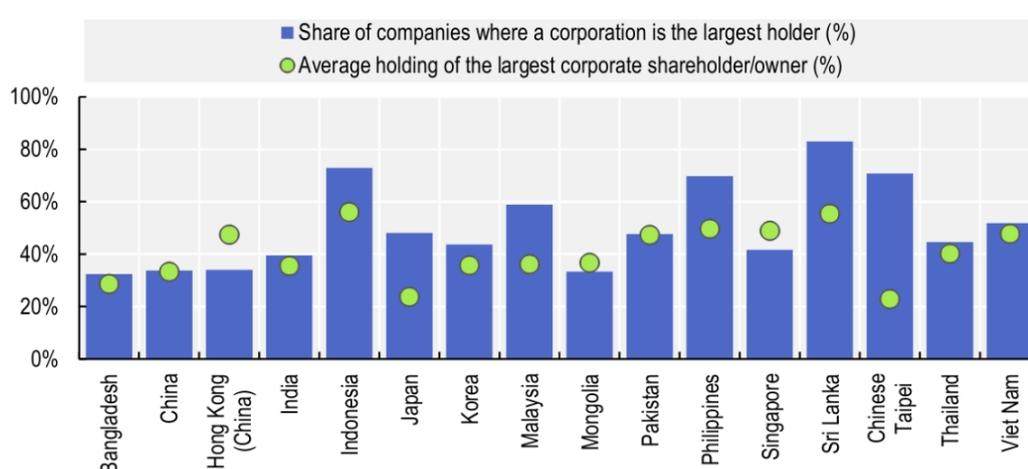
洲上市公司之平均持股比例約為 18%，約為全球平均水準之兩倍；其中在印尼、寮國、馬來西亞、菲律賓、斯里蘭卡及我國等市場，逾半數上市公司之最大股東為企業法人，顯示企業法人於多數亞洲市場中普遍扮演關鍵控制角色。此類高度集團化與集中控制之股權結構，雖有助於鞏固經營權與長期策略一致性，惟亦伴隨公司治理挑戰，例如不透明之持股架構可能模糊問責界線，增加資訊不對稱與利益衝突風險，控制股東亦可能透過關係人交易進行利益移轉，對少數股東權益之保障構成實質威脅。

**Figure 1.1 Investor holdings, end of 2024**



Note: The category "other free-float" represents shares in the hands of investors that are not required to disclose their holdings and for which no information is therefore available  
 Source: OECD Capital Market Series dataset; LSEG; FactSet; Bloomberg.

**Figure 1.2. Corporations as the largest shareholders, end of 2024**



Note: Data for Lao PDR are not shown due to insufficient sample size  
 Source: OECD Capital Market Series Dataset; LSEG; FactSet; Bloomberg.

### (三)集團企業治理之核心議題與監理重點：

- 1、OECD 指出，面對集團企業所帶來之治理挑戰，各國監理應聚焦於提高資訊透明度與完善公司治理機制。在資訊透明度方面，應要求企業揭露集團實質受益人、完整股權結構及關係人交易情形，以增進市場對集團企業之理解並強化外部監督。報告亦特別指出，在亞洲新興市場中，少數股東權益保障仍有所不足，監理機關於制度設計與監理實務上，宜特別關注是否設有適當之防火牆與審核機制，以防止控股股東透過集團內部交易不當輸送利益。此外，集團企業內部資金融通雖可提升資源配置效率，卻亦可能增加財務風險傳染（financial contagion risks）之可能性，尤其當集團內部交易安排涉及多層次股權結構時，風險傳導路徑更為複雜，相關風險亦不易即時辨識。鑑此，監理機關可考慮加強對集團內部交易之監理與資訊揭露要求，必要時要求集團企業提交合併財務報告，以掌握集團整體風險狀況；目前亞洲已有部分國家採行相關措施，例如越南即要求集團企業編製合併財務報表並向監理機關申報。
- 2、在公司治理實務層面，OECD 指出，董事會於集團企業架構下須承擔更為複雜之監督責任。母公司與子公司董事須在錯綜交織之股權網絡中履行忠實義務，並於集團整體利益與少數股東權益之間取得適當平衡。為強化公司治理品質，集團企業應確保董事會中具有足夠比例之獨立董事參與公司決策，以提升集團決策之客觀性與對少數股東權益之保障。整體而言，OECD 建議各國針對集團企業特有之治理風險，採取原則導向之監理對策，包括提升集團結構透明度、明確董事會於集團治理中之責任分工、強化少數股東保護機制，以及加強對集團內部風險與交易之持續監控，以確保所有股東均能受到公平對待。

## 二、與談人發言重點：

- (一)強化企業集團資訊透明度：與談人一致強調，監理機關應針對企業集團特性完善法規設計，以提升資訊透明度並保障投資人權益。斯里蘭卡證券交易所代表 Nilupa PERERA 分享，該國自 2016 年起調整上市公司最低公開持股（minimum public float）規定，對規模較小之主板上市公司要求至少 20%

股份由公開股東持有，以提高市場流通股比例與投資人參與度，此一改革措施旨在分散控制權過度集中所帶來之風險，並有助於提升市場流動性與交易深度，進而強化資本市場對少數股東之吸引力與保護機制。越南證券交易委員會代表 Le Viet Dung 亦分享，該國已發布公司治理指引供集團企業參考，同時要求集團企業遵循更嚴格之資訊揭露標準，包括申報集團股權架構、關係人交易及最終控制人等資訊，並透過證券交易所對上市公司加強宣導與溝通，鼓勵企業主動提升治理水準。韓國公司治理論壇主席 Namuh RHEE 亦指出，該國已針對財閥集團建立申報制度，要求公佈集團關係圖及重要關係人交易，以利外部監督與市場檢視。上開相關措施皆有助於使投資人更清楚瞭解集團企業全貌，降低因資訊不對稱而產生之投資風險。

**(二)董事獨立性與少數股東權益保護：**由於亞洲許多集團企業係由家族長期掌控，董事會獨立性及少數股東權益保護成為各國監理重點議題。馬來西亞少數股東監督團體執行長 Ismet YUSOF 指出，在家族集團企業中，即使法律規定引入獨立董事，實務上這些獨立董事可能與控股股東存在密切關係而使獨立性存有疑慮，因此，監理機關除須審慎評估被提名董事之資格外，必要時亦可提高獨立董事於董事會中之席次比例，並賦予其對關係人交易更實質之監督與審查權限。韓國公司治理論壇主席 Namuh RHEE 亦分享韓國經驗，在歷經多起財閥醜聞後，韓國監理機關已推行一系列改革以保護少數股東權益，例如在上市公司引入累積投票制，以打破大股東擁有相對多數股權而全拿席次之不公平狀況，有助於提升中小股東參與公司治理之影響力。總結而言，與談人普遍認為，應賦予審計委員會或獨立董事對集團內部重大交易更嚴格的審查權，以確保關係人交易符合常規交易條件；與談人亦觀察到，部分市場已開始透過投資人行動回應集團治理挑戰，例如鼓勵機構投資人主動與被投資公司之獨立董事溝通，透過實質議合督促改善治理結構，顯示市場對少數股東權益保障之期待正逐步提升。

### (三)集團內部控制與風險管理：

- 1、新加坡內部稽核協會執行長 Richard DYASON 分享該國導入「三道防線模型」(Three Lines of Defense Model) 以強化集團企業治理之實務經驗，說明此一架構有助於明確界定各治理單位之角色分工與監督機制。該模型分別由第一線業務與管理階層承擔日常營運與風險控管責任，第二線由風險管理與法遵單位協助設計制度、界定風險容忍度與合規標準，第三線則由獨立內部稽核單位就整體內部控制運作成效提出檢視意見，直接向董事會負責，形成集團企業治理與問責之重要保障。
- 2、Richard DYASON 指出，集團企業組織架構龐雜，若無集團層級之統籌稽核，關係人交易風險將難以被有效識別與控管，內部稽核應協助董事會審視關係人交易是否具備適當授權流程與資訊揭露機制。其並強調，關係人交易並非不可接受，重點在於其是否符合公平交易原則；另企業文化亦是三道防線能否真正發揮作用之關鍵，若高階管理階層未重視誠信與合規，即便制度完備亦難防範治理失靈。因此，其建議集團企業應從制度與文化雙軌並進，一方面制定統一之行為準則與風險政策，透過數位工具（如資料分析與即時異常監控）提升稽核效率，另一方面亦應強化誠信文化與吹哨機制，建構開放通報與及時反應之環境。最後，對於跨國集團企業之外部審計品質，Richard Dyason 亦呼籲導入一致之國際審計準則與監理機關合作機制，促使不同司法管轄區之會計師能有效整合審計查核作業，提升集團企業報導之可信度與一致性。

### 三、會後提問：

#### (一)本會代表發問有關集團資訊揭露與透明度問題：

- 1、本會代表鄭稽核暄蓉說明，我國現行制度已要求上市櫃公司揭露實質受益人、集團股權結構及主要持股情形，惟隨著集團企業股權結構日益複雜，僅揭露股權關係是否已足以有效降低資訊不對稱，仍有進一步檢視之必要，特別是在多層次控股與跨境集團架構下，投資人往往難以掌握實際控制權運作方式，以及集團內部風險與利益分配情形。爰此，本會關切在國際實務經驗中，除傳統財務與股權資訊外，是否尚有其他類型

之資訊揭露，例如集團層級之治理架構、關係人交易之決策機制與審查程序，以及永續風險與重大性判斷在母子公司間之分配與管理方式，以更能實質強化市場監督並保障少數股東權益。

- 2、與談人回應，對集團企業而言，有效之資訊揭露不應僅止於母公司層級，而應延伸至子公司層級，並同時涵蓋財務與非財務資訊，尤其是在氣候變遷、社會責任等永續議題上更顯重要。母公司於進行重大性判斷時，若未將集團內各子公司一併納入考量，可能低估整體治理與永續風險，進而擴大市場資訊落差。馬來西亞代表亦補充，透過揭露最終受益人及集團整體治理安排，有助於投資人理解控制權結構與責任歸屬，並提升對集團企業治理品質之信任。

(二)**集團子公司之治理責任**：與會者提問，集團企業中如果某家子公司同時為上市公司，將面臨母公司及子公司皆有公開發行人責任之情況，在此架構下應如何確保其治理權責劃分明確，避免監理真空（Supervisory Vacuum）或權責衝突。與談人回應，當子公司本身具上市地位時，其董事會須對自身股東負責，並遵循當地證券法規及公司治理規範；相對而言，母公司董事會則應著重於集團整體策略協調與風險控制。在此情形下，母子公司董事會皆應各司其職，母公司原則上不得干涉子公司依法自主決議之事項，子公司則應確保遵守上市規則，並及時向母公司通報可能影響集團整體之重大風險。此外，與談人亦建議，監理機關可考慮針對集團內多重上市結構制定相關指引，例如要求公開揭露母子公司間之權責界限、關鍵人員之角色衝突防範機制等，以保障各級股東之權益不致遭到稀釋或忽視，並提升制度運作之可預期性，降低市場對集團治理責任界線之不確定性。

(三)**審計品質與跨境監理協調**：針對集團企業所帶來之跨境審計問題，與會者詢問監理機關可採取何種措施，以確保集團企業各子公司之審計品質一致。與會者回應，集團企業之審計品質對投資人了解企業整體財務狀況至關重要，建議集團企業可優先委任具有國際網絡之大型會計師事務所，以利各國子公司審計團隊之間保持有效溝通與協調；另一方面，監理機關亦可制定相關指引，鼓勵或要求在集團層級建立主簽會計師制度，或定期召

開跨境審計磋商會議，以確保不同司法管轄區之會計師對集團財務報告所適用之會計準則具有一致理解，並就重大風險事項交換資訊；此外，監理機關亦可考慮與他國監理機關加強合作，透過監理合作備忘錄等機制，共同監督跨國集團企業之財務揭露。透過上述方式，有助於提高跨境集團企業財務資訊之可靠性，並降低因審計標準不一致而引發之監理真空風險。與談人最後強調，公司治理無國界，監理機關應本於資訊共享與協同監理之精神，積極探索跨境集團企業之合作監理模式，以因應集團企業運作日益國際化所帶來之治理挑戰。

## 主題六：「債券市場相關之公司治理挑戰」

報告人：Kyo MARUYAMA, Capital Markets and Financial Institutions, OECD

主持人：David GERALD, Founder, President & CEO at Securities Investors Association

與談人：Jiwoong CHOI, Head of the office of the General Counsel, Korea Securities  
Depository

Philippe DIRCKX, Managing Director - Head of Fixed Income - ASIFMA

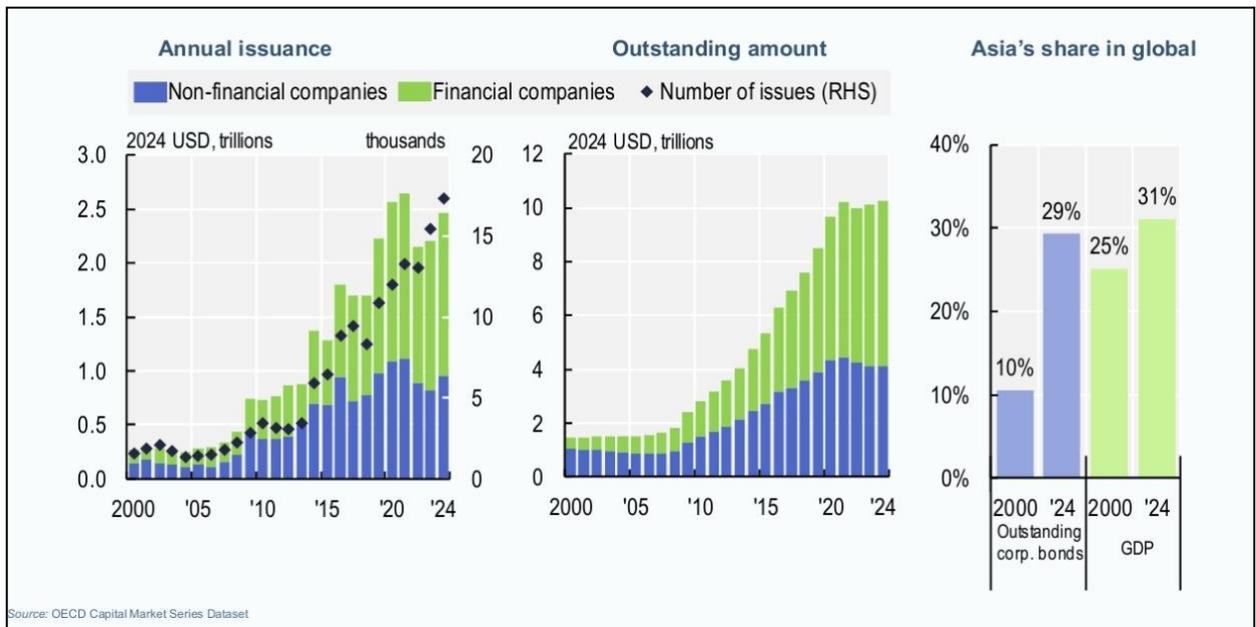
Aurelio GURREA-MARTINEZ, Associate Professor of Law, Singapore  
Management University

Warittha JITVUTTICHOD, Partner, Capital Markets Practice Group, Baker &  
McKenzie

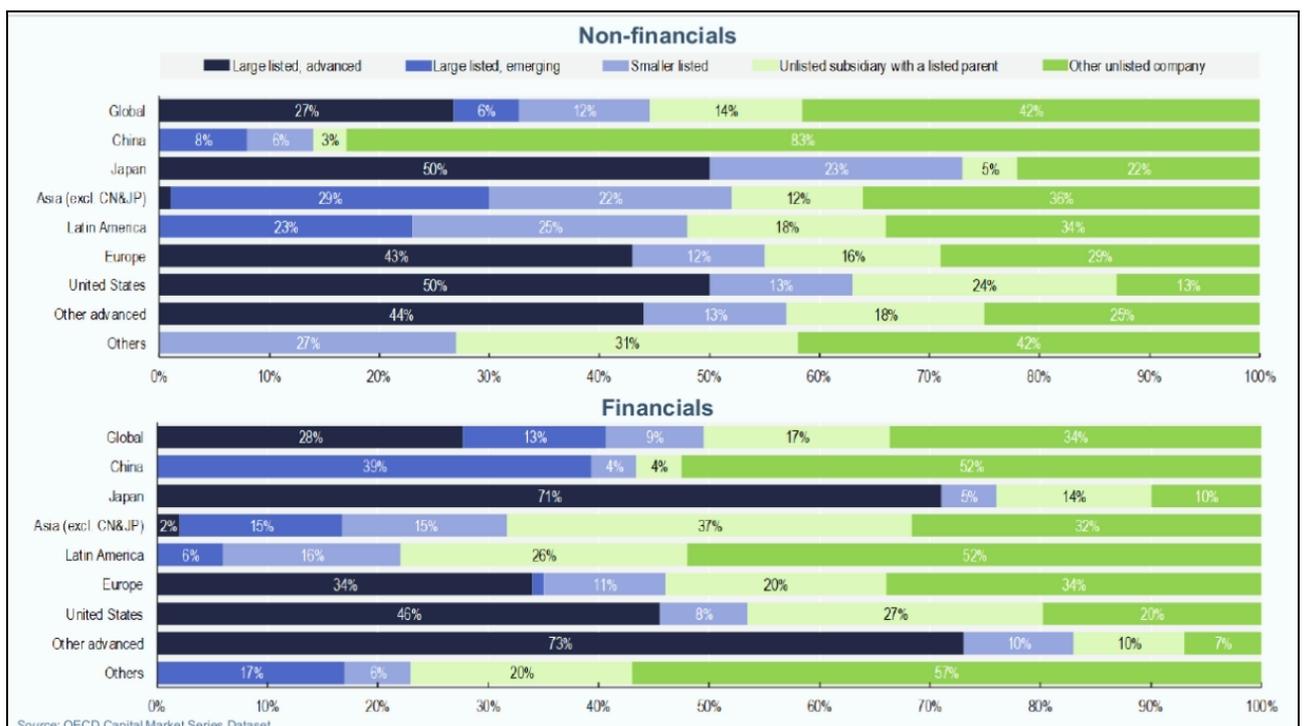
一、本專題首先由 OECD 金融與企業事務部門代表 Kyo MARUYAMA 進行簡報，說明近年亞洲企業債券市場快速發展下，債券融資規模擴張所帶來之公司治理課題，及其對資訊揭露與債權人權益保障所引發之監理挑戰。報告重點摘述如下：

### (一)亞洲企業債券市場快速成長之趨勢與特徵：

- 1、全球金融危機後，企業債券已成為企業重要之融資管道之一，尤其在亞洲地區，企業債券市場規模持續擴大。依 OECD 統計，過去二十年間亞洲企業債券市場快速成長，年發行活動持續攀升，企業債券在外流通規模占 GDP 之比重亦顯著提高。截至 2024 年底，亞洲企業債券在外流通規模約占全球企業債券市場近三成，相較 2000 年時約一成之占比已有大幅提升。相較於傳統銀行融資，企業債券市場有助於分散融資來源、提升企業財務韌性，並支持企業中長期投資與成長
- 2、報告強調，企業債券市場之健全發展，除仰賴市場機制外，仍需搭配適當之治理架構，以確保企業管理階層與董事會能對債權人負起相應責任，並提升整體市場信任。



(二)債券發行人上市狀態與公司治理挑戰：與股票市場相比，在亞洲企業債券市場中，許多債券發行公司之股票並未上市(OECD 資料顯示，相當大比例之企業債券是由未上市公司或上市公司之未上市子公司所發行)，導致其治理與資訊揭露水準可能低於上市公司標準。此種「債券已上市、公司未上市」之結構在部分亞洲市場（如中國）尤為普遍。由於這類發行人不受股票市場資訊揭露與公司治理規範之約束，債券投資人未必能享有與股票投資人相當之資訊揭露與公司治理保障，形成監理上的獨特挑戰。



(三)OECD「已上市債券公司治理指引」草案之核心觀察：為回應前揭市場發展及監理挑戰，OECD 正研擬債券發行人之公司治理指引（Draft Pilot Guidelines for Corporate Bond Issuers），聚焦於下列三大面向：

- 1、**資訊揭露與透明度**：強調債券發行人應及時且準確地揭露財務與營運資訊，特別是債務契約中之重大事項（例如債券契約條款、限制性義務及可能違約風險），並採用國際認可之會計準則進行編製與揭露，同時要求年度財報經過外部審計，以確保資訊可信度及市場信任。指引亦建議確保所有投資人能平等、及時、以低成本取得相關資訊，並賦予各國彈性調整揭露規範，以因應不同法規環境之差異。
- 2、**董事會職責**：董事會在高度仰賴債務融資之企業中，對債權人應負有實質之受託責任，其決策應以公司、股東及債權人之最佳利益為依歸。董事會於規劃公司資本結構及重大財務決策時，應審慎評估對債券持有人之影響；指引並提醒，董事會在進行發行債券或庫藏股等重大財務決策時應格外謹慎，確保不因過度舉債或不當財務操作而損及債權人權益。
- 3、**債權人權益行使與債務重組機制**：OECD 指出，應透過制度設計確保債券持有人能有效行使其權利，包括（1）保障債券持有人之權利行使機制；（2）確保債券持有人得以召集會議並進行投票表決，使其能透過集體決策機制就重大事項表達意見；（3）強化公司治理架構中對機構投資人參與及議合之支持；（4）促進債券發行人與債券持有人之間之溝通與資訊交流；（5）指派獨立且具專業能力之債券受託管理人；（6）推廣標準化之債券契約範本，以降低資訊不對稱與合約複雜度；以及（7）在適當之法律與監理架構下，鼓勵優先採用庭外債務重組機制（如協商展期或債務重整協議）處理企業財務困難。
- 4、上述草案為非拘束性指引，旨在協助政策制訂者檢視並改善現行法律、法規與制度環境，以強化債券發行人公司治理並保障債權人角色，進而促進經濟效益、永續成長與金融穩定，各司法管轄區可視自身法制與市場情況據以調整相關內容。

## 二、與談人發言重點

### (一)債券資訊揭露與散戶投資人保護：

- 1、香港亞洲證券業與金融市場協會（ASIFMA）代表 Philippe DIRCKX 分享，在推動散戶參與公司債市場之政策目標下，監理機關須在「擴大市場供給」與「投資人保護」間取得平衡。其指出，若對發行人課予過高或過重之義務（例如要求預先提存或其他類似保障機制），可能提高發行成本，反而降低企業透過債券市場融資之誘因，進而不利市場長期發展；相對而言，更可行的方向是強化資訊透明與制度可預期性，使投資人能在充分資訊下承擔風險並做出決策。
- 2、韓國集保結算所代表 Jiwoong CHOI 補充指出，散戶投資人參與債券市場仍面臨資訊與程序門檻，包括對風險之理解不足、參與債券持有人會議程序繁複等情形。其認為，監理機關可透過制度簡化與科技工具運用（例如電子化會議、電子化程序等）降低散戶行使權利的摩擦成本，使投資人保護更具實效。
- 3、國際通商法律事務所（Baker & McKenzie）泰國代表 Warittha JITVUTTICHOD 則表示，公司債募集說明書在實務上常具高度法律性與技術性，一般投資人不易理解，難以充分發揮投資人保護功能。其建議在維持完整揭露之前提下，可搭配提供重點資訊摘要文件，以協助投資人快速掌握債券核心風險與權利義務，於資訊完整性與可讀性間取得適當平衡。

(二)董事會責任與破產法制之治理功能：新加坡管理大學教授 Aurelio GURREA-MARTINEZ 強調，健全之破產與債權人保護法制不僅是企業違約後之救濟機制，更能在事前形成治理約束，影響董事會與大股東之風險承擔行為。其指出，若能清楚界定債權人於破產程序中之權利配置與優先受償順序，有助於抑制過度舉債或風險外溢，降低整體債券融資成本，並提升市場信心，對企業債市場之長期穩健發展具有基礎性意義。

### (三)債券受託人制度與債權人集體行動：

- 1、韓國集保結算所代表 Jiwoong CHOI 分享，在韓國制度下，債券持有人參與債券持有人會議仍可能面臨程序上不便，特別是對散戶投資人而言更為顯著；因此，未來可考慮以制度簡化與程序電子化方式，提升債權人集體參與及表達意見之意願。
- 2、國際通商法律事務所（Baker & McKenzie）泰國代表 Warittha JITVUTTICHOD 亦指出，債券受託人制度在設計上原應作為債權人權益之守門人，協助監督發行人履行契約義務並在風險浮現時促進債權人採取行動；惟在市場運作上，受託人可能因報酬誘因、利益衝突或市場結構因素而趨於消極，導致債權人過度依賴單一中介機構，進而削弱集體行動效果。其建議監理機關可透過指引或最佳實務，明確受託人之角色期待，並強化其在召集會議、資訊通報及協助重組協商等功能。

### (四)庭外債務重組與市場穩定：

- 1、新加坡管理大學教授 Aurelio GURREA-MARTINEZ 表示，相較於正式破產程序，庭外債務重組在保全企業價值、降低程序成本及提升處理效率方面通常更具優勢；監理制度若能提供適當支持（例如清楚之程序安排、協商框架與必要之法律效果），可鼓勵企業於財務困難初期即啟動協商，降低衝擊擴大。
- 2、香港亞洲證券業與金融市場協會（ASIFMA）代表 Philippe DIRCKX 亦呼應指出，監理機關在推動企業債市場發展時，與其事前以高成本措施試圖消除風險，更重要的是建立透明可預期之資訊與重整制度，使投資人在風險發生時具備相應制度工具可供運用，包括資訊取得、權利行使與重組協商機制，從而強化整體市場信心與韌性。

## 第三章 心得及建議

本次參加 2025 年 OECD 亞洲公司治理圓桌論壇會議，透過各場次與談人分享，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之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、**參考泰國 JUMP+ Program 經驗，強化我國提升上市公司企業價值之作為：**我國近年由臺灣證券交易所推動之「Power Up TW 提升企業價值計畫」，係透過引導上市公司深化經營策略說明、強化公司治理與永續資訊揭露，並促進與投資人之雙向溝通，協助市場更充分理解企業中長期發展方向與治理作為，進而提升市場信任與整體評價；本次會議泰國證券交易所（SET）分享之 JUMP+ Program，係定位為一項以企業中長期發展為核心之「上市公司價值創造支持計畫」，其整體推動方向與我國 Power Up TW 提升企業價值計畫之政策目標高度一致，均著重於強化企業中長期發展資訊揭露與市場信任。未來臺灣證券交易所可持續參考泰國經驗，進一步精進 Power Up TW 提升企業價值計畫之制度設計，強化企業中長期發展相關資訊之可理解性與可比較性，協助上市公司有效傳達其治理品質與發展藍圖，從而提升我國資本市場之透明度、治理水準與整體韌性。
- 二、**引導機構投資人深化盡職治理職能，促進長期價值導向之企業文化：**綜合本次會議多場討論可見，機構投資人已成為亞洲資本市場中重要之市場參與者，惟在部分市場中仍受限於股權結構集中及既有企業文化等因素，其透過議合影響企業治理與長期決策之功能，尚有進一步深化空間。國際經驗指出，健全之盡職治理架構，以及制度化之投票與議合揭露機制，有助於引導機構投資人以長期價值為核心，與被投資公司就公司治理、風險管理及永續策略等議題進行建設性對話。我國已積極推動機構投資人盡職治理，未來於相關政策推行過程中，可持續參考其他國家之實務經驗，並衡酌我國市場結構與制度環境之實際情形，引導市場形成穩定且有效之議合互動，促進機構投資人與被投資公司就長期價值創造形成共識。

三、研議永續揭露安全港條款之適用範圍，在提升資訊透明度與降低法遵風險間取得平衡：本次會議多位與談人指出，隨永續揭露範圍逐步擴大，企業應揭露之資訊已涵蓋氣候情境分析、溫室氣體範疇 3 等項目，該類資訊於資料完整性及可驗證性方面，普遍存在一定程度之不確定性，因而衍生法律責任風險；以溫室氣體範疇 3 資訊為例，因高度仰賴供應鏈之外部數據，於實務執行上仍面臨資料蒐集之困難，與談人認為監理機關於政策推動過程中，倘未能適度考量此類資訊於資料蒐集與估算方法上之實務限制，恐影響企業揭露意願，甚至出現「永續噤聲（greenhushing）」現象。本會已宣布上市櫃公司自 2026 會計年度起依實收資本額分三階段適用 IFRS 永續揭露準則，並另以函令規定適用永續準則之前三年度得不揭露溫室氣體範疇 3 資訊，提供企業及其價值鏈廠商充足時間建置盤查資料系統及進行相關人員教育訓練，為促進我國永續揭露制度之穩健推動，建議我國可審慎研議永續揭露安全港條款之適用範圍，於企業已盡合理注意義務，並就其估算方法、資料來源及相關限制條件予以充分揭露之前提下，對其揭露結果之責任承擔予以適度考量，以兼顧資訊透明度、制度可行性與企業法遵負擔。

## 附件資料

附件 1：議程資料

附件 2：簡報資料