

出國報告（出國類別：出席國際會議）

參加「2025年亞洲公司治理協會 (ACGA)第24屆年會」報告

服務機關： 金融監督管理委員會證券期貨局
姓名職稱： 陳簡任秘書湘琴、李稽核志偉
派赴國家： 南韓
出國期間： 114年11月11日~11月14日
報告日期： 115年2月10日

目 錄

第一章 前言	4
第二章 出席 ACGA 年會紀要.....	5
主題一：「價值提升計畫－日本、韓國與中國的最新發展」	6
主題二：「AI 與資安風險：引領公司治理的新前線」	9
主題三：「價值提升計畫的關鍵成功因素(工作坊)」	13
主題四：「貪瀆與詐欺：談審計委員會的功能」	16
主題五：「兆元資產的轉移：亞洲公募與私募市場的治理策略」	19
主題六：「氣候治理與轉型策略：歐美與亞洲市場之比較」	23
主題七：「地緣政治帶給董事會的挑戰」	26
主題八：「吹哨制度與公司治理的警示（工作坊）」	30
主題九：「家族企業與財閥－繼任計畫與高效率董事會的創建」	33
第三章 心得及建議.....	36

第一章 前言

亞洲公司治理協會(Asian Corporate Governance Association, ACGA)成立於 1999 年，為一非營利的會員組織（目前計有 104 個會員，多數為機構投資人，全球管理資產約 40 兆美元¹），設立宗旨主要聚焦於與投資人、發行公司及主管機關合作提升亞洲公司治理。該協會自 2001 年起每年舉辦年會，年會中並針對該年度亞洲資本市場之重要公司治理議題進行對談。

本次該協會訂於 114 年 11 月 12~13 日召開其第 24 次年會，會議主題包含「價值提升計畫－日本、韓國與中國的最新發展」、「AI 與資安風險：引領公司治理的新前線」、「價值提升計畫的關鍵成功因素」、「貪瀆與詐欺：談審計委員會的功能」、「兆元資產的轉移：亞洲公募與私募市場的治理策略」、「氣候治理與轉型策略：歐美與亞洲市場之比較」、「地緣政治帶給董事會的挑戰」、「吹哨制度與公司治理的警示」及「家族企業與財閥－繼任計畫與高效率董事會的創建」等議題。

本次會議之與談人及與會者包括來自亞洲國家交易所、證券主管機關、發行公司、會計師事務所及全球機構投資人等之代表，逾 300 人參加，我國參加人員除本會代表陳簡任秘書湘琴及李稽核志偉外，尚有勞動部勞動基金運用局、法務部調查局、臺灣證券交易所、財團法人證券櫃檯買賣中心、臺灣集中保管結算所，暨證券投資人及期貨交易人保護中心代表。

¹ 資料來源：ACGA 官方網站 (<https://www.acga-asia.org/who-we-are-acga-members.php>)。

第二章 出席 ACGA 年會紀要

本次會議首先由 ACGA 主席 Steven Watson、秘書長 Amar Gill 及韓國國會議員吳基亨(Oh Ki-Hyung)致詞，再接續進行「價值提升計畫－日本、韓國與中國的最新發展」、「AI 與資安風險：引領公司治理的新前線」、「價值提升計畫的關鍵成功因素」、「貪瀆與詐欺：談審計委員會的功能」、「兆元資產的轉移：亞洲公募與私募市場的治理策略」、「氣候治理與轉型策略：歐美與亞洲市場之比較」、「地緣政治帶給董事會的挑戰」、「吹哨制度與公司治理的警示」及「家族企業與財閥－繼任計畫與高效率董事會的創建」等主題演講及與談。

以下分別就各主題摘述論壇重點。

主題一：「價值提升計畫－日本、韓國與中國的最新發展」

主持人：Amar Gill, Secretary General, ACGA, Hong Kong

與談人：Hiroshi Ozawa, Chief Deputy Director, Corporate Accounting and Disclosure Division

Policy and Markets Bureau, Financial Services Agency, Tokyo

Jae Suk Yun, Director General, Corporate Value-up Support, Management Strategy

Division, Korea Exchange, Seoul

Zhongbo Yu, Deputy Director, Research Institute, Shenzhen Stock Exchange, Shenzhen

一、前言：本場次聚焦日本、韓國與中國近年陸續推動之「價值提升／市值管理」相關政策與行動方案，探討各國主管機關與證券交易所如何回應亞洲資本市場長期存在的低估值、低股東報酬與公司治理落差等結構性問題。由於相較美國 S&P 500 過去十年穩定的股東總報酬表現，多數亞洲市場報酬率顯著偏低，已影響公開市場作為資本形成與長期投資管道的基礎功能，在此背景下，亞洲主要市場的主管機關逐步將政策重心轉向「提升企業價值與股東報酬」，並強化董事會在資本配置、治理與對話上的責任。

二、日本－過往公司治理改革作為基礎的行動方案：

(一)價值提升政策係建立於長期且系統性的公司治理改革基礎之上：日本金融廳(FSA)代表 Hiroshi 指出，日本近年的價值提升政策，係建立於長期且系統性的公司治理改革基礎之上，自 2010 年代中期在安倍政府主導下，陸續制定《公司治理守則》與《盡職治理守則》，日本改革的核心目標即在於促進企業與投資人之間的建設性對話，建立以互信為基礎的溝通機制，藉此支持企業中長期的永續成長與企業價值提升。

(二)2023 年推出企業價值提升行動方案：日本金融廳與東京證券交易所(下稱東證所)共同推出企業價值提升行動方案(Action Program for Corporate Value Improvement)，彙整多項政策措施，並透過年度滾動更新的方式，持續推動改革深化。該行動方案的核心精神，在於引導企業與投資人從「形式遵循」轉向「實質作為」，由單純的法規遵循，進一步邁向以價值創造為導向、以原則為基礎的治理實踐，2023 年推出時的版本主要在於鼓勵企業自我檢視並主動揭露提升股東價值計畫，重點包含提高資本效率與市場溝通、加強董事會功能及促進

投資人參與等三個面向，並要求企業與外部投資者進行有效對話。

(三)**2025 年版行動方案重點**：在最新的 2025 年版行動方案中，「價值創造」延續列為政策重點，其中包括兩項具體措施：第一，促進企業更有效地配置經營資源，特別是鼓勵企業妥善運用手中現金與其他可用資源，以支持成長型投資，相關內容亦將反映於公司治理守則的修正方向；第二，要求企業進一步揭露人力資本管理策略，說明其如何與公司整體經營策略及員工薪酬政策相互連結，並揭露員工平均薪資的年度變動情形，以提升資訊透明度。此外，日本金融廳與東證所也共同推動企業在經營決策中納入「資金成本與股價意識」，由東證所持續追蹤企業是否落實以資本效率與成長性為核心的經營管理，Hiroshi 亦指出，此一作法在理念上與韓國近期推動的價值提升計畫具有相似性，皆試圖透過市場對話與誘因機制，引導企業進行自發性、實質性的改革。

三、韓國—回應「Korea Discount」的企業價值提升計畫：

(一)**回應「Korea Discount」結構性問題**：韓國資本市場長期面臨所謂的「Korea Discount」結構性問題，亦即企業評價偏低，背後原因包括股東報酬率偏低、獲利能力不佳，及公司治理品質長期受到市場質疑。因此，韓國推出企業價值提升計畫(Corporate Value-Up Program)，目標在於建立一個能使企業內在價值被市場正確認知並反映於股價的制度環境。

(二)**Value-Up 計畫的核心理念**：在於強化企業自身的責任與董事會角色，而非以高度強制的監理手段介入企業經營，該計畫要求董事會承擔更明確的責任，包括審議並核准管理階層所提出的 Value-Up 計畫，並促使高階管理團隊更積極參與投資人關係(IR)活動，直接與股東溝通公司長期策略與價值創造方向，透過董事會與管理階層的實質參與，提升企業與投資人之間的信任與溝通品質。

(三)**鼓勵企業參與而非強制遵循**：在政策工具上，韓國採取鼓勵參與而非強制遵循的方式，監理機關期望企業自願加入該計畫，以展現其對價值提升的真實承諾，而非流於形式化的揭露遵循。為此，政策上採行「命名與表揚(naming policy)」的作法，透過選出最佳實務企業，公開示範成功案例，並搭配各項誘因，引導更多上市公司投入價值提升行動。

(四)**研議稅制調整以改善企業分配盈餘的誘因**：包括考慮將股利所得自綜合所得稅

中分離課稅，並將現行最高 45%的股利稅率調降至約 25%，使其低於一般所得稅率，以鼓勵企業提高股利發放，回饋股東。

(五)計畫並非僅聚焦短期報酬：與談人 Jae Suk 亦特別指出，Value-Up 計畫的最終目標並非僅聚焦於短期的股東報酬，而是希望透過治理改善、資本配置優化與溝通機制強化，全面提升企業的中長期競爭力與永續發展前景。

四、中國－以強制監理驅動的企業價值管理與市場品質改革：

(一)「新國九條」引導資本市場發展：2024 年中國政府發布「新國九條」的重要政策文件，為近二十年來第三次針對資本市場進行的高層次改革指引，並為未來十年的資本市場發展方向定調，其中一項核心目標，即在於提升上市公司的投資價值，吸引更多長期資本進入市場，並改善市場整體品質。

(二)發布市值管理相關指引：在前開政策架構下，中國證券監督管理委員會(CSRC)陸續推出一系列具體措施，透過明確的監理要求，促使上市公司正視估值偏低的問題。首先，CSRC 發布「市值管理」相關指引，要求主要指數成分股，以及股價低於帳面價值已超過一年的公司，須建立自身的市值管理制度，並制定及揭露具體的估值改善計畫，未依規定採取行動的公司，將面臨監理處置。另在股東回饋機制方面，CSRC 強化現金股利制度的規範，要求董事會明確規劃股東報酬政策，上市公司須在公司章程中清楚載明現金股利政策與決策程序，並於年報中說明其制定與執行情形，而對於具備配息能力卻未落實相關要求的公司，其股票可能被標示風險警示，主要股東或實質控制人亦可能面臨減持股份的限制。

(三)產業整合與資本結構優化：中國政府亦鼓勵企業進行合併與收購(M&A)，俾促進企業資源合理配置及優化資本結構，期藉此提升企業的全球競爭力及整體市場估值。

(四)不同於日韓，呈現由上而下的價值提升改革：中國的價值提升改革呈現出高度由上而下、以監理要求為主導的特色，透過強化上市與下市標準，提高未遵循規範的成本，並同步改善股東回饋與公司治理機制，期望引導資本市場朝向高品質公司及長期資金的結構轉型，提升整體投資環境的吸引力。

主題二：「AI 與資安風險：引領公司治理的新前線」

主持人：Mary Leung, Senior Advisor, Capital Markets Policy, Asia Pacific, CFA Institute, Hong Kong

與談人：Hyunchul Park, Risk Services Leader(Partner), Risk & Cyber, PwC Consulting, Seoul

Michael Tang, Executive Director, Head, Listing Compliance, Singapore Exchange Regulation, Singapore

Ross Teverson, Regional Team Lead, Asia and Global Emerging Markets, EOS at Federated Hermes, London

Dr. Soonmin Bae, Chief Responsible AI Officer (CRAIO), Senior Vice President, KT AI Future Lab, Seoul

一、前言：隨著人工智慧(AI)技術的快速發展，企業在營運決策、風險管理及商業模式上正面臨眾多轉變，AI 不僅為企業帶來提升效率與強化競爭力的機會，但也引發一系列公司治理與風險管理上的新挑戰。本場次從公司治理的角度，探討 AI 及資安風險持續升高，對企業所帶來的結構性影響，重點包括董事會該如何運用 AI 以提升決策品質與風險管理能力，同時因應 AI 對企業營運模式與商業模式所造成的顛覆性衝擊，另企業在導入 AI 過程中，又要如何面對倫理議題(ethical dilemmas)、資料隱私保護及演算法偏誤(algorithmic bias)等治理挑戰，以及如何降低資安威脅，並妥善管理 AI 為既有獲利模式所帶來的機會與風險，並將進一步討論企業與投資人如何在推動創新的同時，兼顧問責機制與營運韌性。

二、AI 風險的主要類型與治理重點：

(一)演算法與模型風險：AI 系統高度仰賴模型設計與訓練資料，其決策邏輯往往不易被完全解釋，可能衍生「黑箱化」的問題，若模型本身存在偏誤，或訓練資料不完整、不具代表性，將可能導致不公平或不一致的決策結果，進而影響企業聲譽，甚至引發法律與監理風險，因此董事會在監督 AI 應用時，需關注企業是否具備適當的審查與驗證機制，而非僅依賴技術團隊的專業判斷。

(二)資料管理與隱私風險：如前所述，AI 高度仰賴模型設計與訓練資料，使資料管理成為 AI 風險管理的關鍵環節，資料來源是否合法、資料使用是否符合原先蒐集目的，以及是否妥善保護個人或敏感資訊，均直接影響企業的法遵風險與市

場信任，若資料治理基礎不足，即便 AI 技術本身先進，仍可能放大風險，而非創造價值。

(三)**責任歸屬風險**：AI 介入企業決策流程後，責任歸屬問題變得更加複雜，當決策結果產生負面影響時，究竟應由管理階層、董事會，或技術系統本身承擔責任，目前仍缺乏清楚界線，多位與談人認為，董事會不應將 AI 視為可「外包責任」的工具，而應確保企業在治理架構中明確界定人類決策者的角色，維持「人為監督(human oversight)」的核心原則。

(四)**資安風險與攻擊面擴大**：隨著企業愈來愈多核心流程與資料與 AI 系統整合，整體資安攻擊面亦隨之擴大，企業可以運用 AI 作為防禦工具，但駭客也會使用 AI 作為攻擊手段，且攻擊模式已從傳統 IT 系統入侵擴大至混合式攻擊，例如資料竄改、癱瘓營運與散播假訊息，甚至波及整個供應鏈。一旦發生重大資安事件，不僅影響營運連續性，亦可能對投資人信心與公司聲譽造成長期衝擊，因此，AI 與資安風險不宜分開管理，而應納入整體企業風險管理與董事會監督架構中。

(五)**對既有商業模式與獲利模式的衝擊風險**：AI 的導入可能對企業既有的商業模式與收益來源產生結構性影響，AI 所帶來的效率提升與成本下降，固然可能創造新機會，但同時亦可能侵蝕傳統收入模式，或改變競爭態勢，董事會需將此類策略性風險納入整體考量，而非僅聚焦於短期技術效益。

三、董事會在 AI 治理中的角色與能力建構：

(一)**制定明確的 AI 治理架構與原則**：隨著 AI 應用逐漸成為企業核心營運與決策工具，董事會在 AI 治理中的角色已不再僅限於事後監督，而必須更前瞻性地參與治理架構的設計與風險控管，董事會需確保企業在導入與運用 AI 時，已建立清楚的治理原則、責任分工與內部監督機制，使創新應用能在可控且可問責的框架下推進。

(二)**董事會要能提出關鍵問題**：董事會不必具備深入的技術專業，但須具備足以提出關鍵問題、理解風險輪廓與評估管理階層回應的能力，例如 AI 應用的目的是否清楚、所使用的資料是否合規且具代表性、是否保留適當的人為監督機制，以及一旦發生偏誤或資安事件，是否已有明確的應變與通報流程，以上均屬董

事會應關注的核心治理議題。

(三)**韓國 KT 實務做法分享**：韓國電信業者 KT Corporation 為全球大型 AI 客服中心的營運者，並自行開發主權大型語言模型，因而高度重視 AI 所衍生的治理與風險議題。KT 於 2024 年成立「負責任 AI 中心(Responsible AI Centre)」，作為整合性治理平台，其核心架構圍繞問責性、永續性、透明性、可靠性與包容性等原則。在治理設計上，KT 透過內部倫理委員會與外部顧問機制，強化決策的多元視角與獨立性，並建立涵蓋資料品質管理、偏誤緩解、模型驗證及企業內部 AI 素養與訓練的完整流程，此類作法有助於將 AI 治理由單一技術或法遵議題，提升為全企業層級的治理能力建構，亦為董事會提供清楚的監督介面與決策依據。

四、投資人與監理機關的期待，要求企業做到「負責任的創新」：

(一)**企業需揭露 AI 治理資訊**：投資人普遍關注企業是否已具備適當的 AI 治理架構，以及董事會是否能有效監督 AI 應用所衍生的風險與機會，並將相關考量納入中長期價值評估，企業需揭露 AI 治理架構、風險控管流程與實際案例，而不僅是口號式原則。監理機關同時要求公司強化 AI 與資安的董事會知識、建立危機公告流程、提升資料治理能力，未來市場競爭將取決於企業的可信度，而非 AI 發展速度。

(二)**韓國公布人工智慧基本法**：在監理政策方面，韓國於 2025 年 1 月公布《人工智慧基本法》(AI Basic Act)，並預計自 2026 年 1 月起正式施行，與歐盟以風險層級分類為主的 AI 法規不同，韓國制度聚焦於「高影響 AI (high-impact AI)」系統，重點放在可能影響人身安全、關鍵基礎設施、金融、醫療或基本權利等領域，此一作法反映韓國監理機關試圖在促進創新與控管重大風險之間取得平衡的政策取向。另一方面，韓國金融與資本市場的主管機關已開始試行以大型語言模型輔助審查上市公司年報及揭露文件，顯示 AI 不僅成為受監理對象，也逐步成為監理工具本身的一部分。

(三)**新加坡採取以產業為導向的監理模式**：與談人 Michael 則分享新加坡的經驗，AI 已成為新加坡數位經濟的重要驅動力之一，2024 年整體數位經濟對 GDP 的貢獻約達 18%，目前企業端的 AI 應用仍以提升 IT 效率、流程自動化及客戶服

務為主，顯示多數企業仍處於相對務實、循序推進的導入階段。新加坡持續採取以產業為導向的監理模式，並由監理機關與產業共同發展具部門特性的治理標準，其代表性工具包括於 2024 年 5 月更新、納入生成式 AI 考量的《AI 治理模型框架》(Model AI Governance Framework)，以及用於測試與驗證的 AI Verify 工具組，並與國際標準(如 ISO/IEC 42001 與 5338)保持高度一致。新加坡制度特別強調在高風險 AI 應用中維持「人為監督(human-in-the-loop 或 human-over-the-loop)」機制，並要求企業清楚揭露 AI 介入決策的情形。

主題三：「價值提升計畫的關鍵成功因素(工作坊)」

主持人：Dr. Helena Fung, Head of Research and Advocacy, ACGA, Hong Kong

與談人：Aya Fujiki, ESG Stewardship Manager, Global Stewardship & Engagement, Capital Group, Tokyo

Fujia Liu, Director, Senior Equity Product Strategist, E Fund Management Co., Ltd., Guangzhou

Su Keun Kwak, Independent Director (Chair of Audit Committee and CEO Recommendation Committee), Shinhan Financial Group, Seoul

Su Sang Yoon, Vice President, Investment Stewardship, Asia ex-Japan, J.P. Morgan Asset Management, Hong Kong

一、前言：近年來，亞洲多個資本市場相繼推動「價值提升計畫」，多由主管機關或交易所主導，期望引導上市公司改善資本配置效率、強化公司治理，並提升整體市場的投資吸引力。不同於主題一係邀請各國的主管機關或證交所代表分享政策觀點，這場工作坊則從企業與投資人的角度出發，探討董事會是否具備足以回應市場與政策期待的能力，企業應如何在實務上執行相關計畫，而其他利害關係人，包括董事訓練機構、機構投資人及其他市場參與者，能否透過議合或評價與資金配置機制，形成正向誘因，促使企業持續深化價值創造。

二、價值提升計畫成功的核心前提：

(一)董事會真正將提升企業價值納入治理核心：

價值提升計畫若僅被企業視為因應監理或來自交易所的揭露要求，往往只會產生最低限度的合規行為，難以改變企業資本配置或經營決策。成功案例的共同特徵在於董事會能主動將「創造企業價值」納入治理核心，並視其為董事忠實義務與長期責任的一部分，價值提升並非單一財務指標的改善，而涉及資本配置效率、事業組合調整、人力資本投資，以及與投資人之間的持續溝通，因此董事會應具備的能力，並非僅限於財務專業，而是能否以整合視角檢視企業長期策略，並在短期績效壓力下，仍支持有助於中長期價值提升的決策。

因此，董事會與高階管理階層的績效激勵措施應與公司長期價值目標緊密結合，例如股權獎勵工具即為有效做法，雖然日本及韓國之部分公司仍偏重短

期股價表現，但已有企業採用長期導向的激勵方案，配合股利政策、庫藏股及外部董事參與，形成較完整的長期治理框架，與談人亦強調企業公開完整的董事薪酬與績效條件資訊，有助投資人瞭解企業的長期策略與治理誠意。

(二)投資人在價值提升計畫中扮演的關鍵角色：

投資人，特別是長期機構投資人，需釋放清楚且長期導向的訊號，若市場仍以短期股價表現或季度財務數據作為主要評價基準，即使企業提出中長期的價值提升計畫，董事會與管理階層仍可能因市場壓力而有所保留，相對地，當投資人明確支持改善資本配置效率、提升治理品質或調整事業組合等中長期作法時，將有助於企業更有信心推動結構性改革。

因此投資人本身亦需調整其內部評估與獎酬機制，若資產管理機構的績效考核仍高度連結短期報酬，將不利於其在實務上支持企業進行長期導向的價值提升改革，部分講者指出，這也是價值提升計畫在不同市場推動成效不一的可能原因之一。

另投資人也不應僅止於要求揭露或設定單一財務目標，而係透過持續對話，理解企業所處產業、成長階段與限制條件，並就資本政策、股利發放、併購策略及治理安排等議題，提出具體且可執行的建議，這類具建設性的議合，才能有助於避免價值提升計畫流於形式主義。

機構投資人之間的一致性亦相當重要，若不同投資人對價值提升的期待彼此分歧，甚至在短期回報與長期價值之間傳遞矛盾訊號，將削弱企業推動改革的誘因，因此，如能透過投資人社群、董事協會或市場平台，逐步形成對價值提升方向的共識，將有助於放大政策效果。

三、現階段面臨之難題：與談人點出現階段面臨之結構性挑戰，包括在部分市場中，獨立董事受文化因素影響，對管理階層薪酬與激勵制度的實質影響力有限、董事會效能相關的關鍵績效指標仍不易具體化、政策訊號在不同階段可能出現不一致的情形、或如韓國市場般，具備足夠專業與獨立性的董事人才供給相對有限。因此與談人建議，未來持續推動價值提升改革時，應持續強化溝通與資訊透明度，並透過更具針對性的制度誘因，引導企業與投資人形成正向互動，共同促進具永續性的企業價值創造。

四、現場提問階段：

我國金管會稽核李志偉發言表示，臺灣證券交易所亦於 2024 年發布相關價值提升計畫，並進一步請教與談人，從機構投資人的觀點，除公司的資本管理政策、價值提升目標設定與定期進度報告外，是否尚有特別期待公司揭露之資訊內容或關鍵指標，以利投資人評估其價值提升計畫。與談人回應表示，因其主要投資與研究重心在韓國市場，未能就臺灣公司情境提出具體建議，但藉由韓國經驗分享指出，資訊揭露的關鍵未必在於細節的多寡，而在於揭露的即時性與可供判斷性，因韓國市場常見公司於股東會前尚未發布當年度公司治理報告或永續報告書，加上股東會高度集中於短期間內召開，使投資人需在極有限時間內消化大量公司資訊，若揭露時程延宕，將大幅降低資訊對投資決策的實用性。

綜合現場討論，與談人普遍認為，高品質的董事會治理、有效的激勵機制及資訊透明度，是推動企業長期價值提升的核心基礎，而機構投資人與企業之間若能建立穩定且具建設性的長期互動關係，更有助於使相關治理政策由形式化要求，逐步轉化為實質行為與經營成果，各國在推動價值提升改革時，宜兼顧制度設計、資訊揭露與市場引導，並透過階段性目標與持續溝通，逐步深化改革成效。

主題四：「貪瀆與詐欺：談審計委員會的功能」

主持人：Ronnie Lim, ACGA Council Member; Senior Engagement Specialist, Robeco, Hong Kong

與談人：Hetal Dalal, President & Chief Operation Officer, Institutional Investor Advisory Services India Limited (IiAS), Mumbai

Hyung-kyoon Kim, Executive Director, Head of Special Situations, Tcha Partners Asset Management, Seoul

Jae Aum, Partner, Capital Markets & Professional Practice Director - Sustainability, EY Han Young, Seoul

Dr. Woojin Kim, SAMICK Distinguished Professor of Finance / Director General, Office of Financial Planning, Seoul National University, Seoul

一、前言：本場次聚焦上市公司審計委員會在防範貪瀆與詐欺行為中的關鍵角色，審計委員會被視為公司內部對抗不當行為與財務舞弊的重要防線，其運作成效直接影響公司治理品質與市場信任。與談內容將探討強化審計監督、提升資訊透明度及降低不當行為所衍生財務風險的最佳實務，並分析亞太地區審計委員會目前面臨的治理挑戰與風險變化。

二、亞洲公司發生貪瀆與詐欺案件的主要原因：

(一)貪瀆事件與公司治理結構有高度相關：在多數亞洲市場中，貪瀆與詐欺問題往往並非源自單一事件或個別不法行為，而是與公司治理結構高度相關，特別是在股權高度集中、控制股東影響力顯著的市場環境下，更容易演變為結構性風險，這類風險不僅侵蝕公司資產與財務透明度，也長期影響投資人信心與市場評價。

(二)韓國財閥(chaebol)衍生的治理問題：以韓國市場為例，與談人特別提到 chaebol 的治理結構，雖在推動國家經濟發展中扮演關鍵角色，但其複雜的交叉持股與關係企業網絡，亦提高了關係人交易、不當資源移轉(tunnelling)及利益衝突的風險。在此情境下，貪瀆行為未必表現為明顯的賄賂或舞弊，而可能隱藏於關係企業間的資金往來、資產交易條件或投資決策之中，使外部投資人與市場難以即時察覺。

(三)管理階層與控制股東之間的高度連結：亞洲市場常見的另一項風險在於管理階層與控制股東之間的高度連結，使得內部監督機制容易流於形式，董事會成員多由家族支持，審計委員會成員由董事會成員中組成，因此存在強烈的家族影響力，即便公司已依法設置審計委員會，若其成員獨立性不足，或在實務上難以對集團核心人物提出質疑，審計機制即難以發揮實質防弊功能。

(四)跨國集團布局使防弊工作更為困難：隨著企業集團跨國布局更為普遍，貪瀆與詐欺風險亦呈現跨境化趨勢，資金流向、交易安排與責任歸屬更為複雜，使得審計委員會在辨識與揭露相關風險時，面臨更高難度。

三、韓國近期的改革作為：

(一)逐步引入美式審計委員會制度：1997 年亞洲金融危機後，韓國公司治理制度開始重大轉型，自原本偏向德國式監察人(statutory auditor/supervisory board)體系逐步引入美式董事會下的審計委員會制度(audit committee)，目前仍屬於「雙軌制」過渡狀態，大型上市公司的審計委員會，獨立董事席次由原本 1 人提高至至少 2 人，以降低控制股東對審計機制的影響，有助於提升審計委員會對公司實務運作的影響力，相較之下，中小型企業仍主要依賴不具董事身分的法定監察人，治理工具相對有限，因此與談人建議，應更有效運用查核人員與審計委員會機制，促進控制股東與少數股東利益的一致性，並特別關注中型企業持續存在的舞弊風險。

(二)韓國《商法》修正「3%表決權上限規則」：韓國近期韓國《商法》(Commercial Code)針對審計委員會成員選任中的「3%表決權上限規則」進行重大修正，以補強過去制度上的漏洞。以往該規則僅適用於「內部」董事(inside directors)擔任審計委員會成員的選任，因此控制股東仍可取巧，透過提名並選任多數立場一致的「外部」獨立董事，填補應增選的席次(近年由 1 席提高至至少 2 席)，實質上仍可維持其主導地位。本次修法則將 3%表決權上限一體適用於所有審計委員會成員的選任，包括「外部」獨立董事在內，藉此限制控制股東對審計委員會人事安排的過度影響，並強化審計委員會的實質獨立性。與談人一致強調，審計委員會成員的獨立性對於防範貪瀆與詐欺風險具有關鍵意義，內部稽核人員與外部查核人員也應該要更緊密地納入整體審計流程，與審計委員會形成有效協

作機制，以提升整體監督效能。

(三)董事的忠實義務擴及至股東：董事專業人才不足的情形仍然存在，名義上屬於獨立身分的董事，實際上卻與創辦家族有所連結，並非罕見現象。然而，韓國近期將董事的受託義務擴及至股東，使董事會承擔更廣泛的責任，這項變革可能促使董事在履職時更加審慎，但也可能提高潛在董事候選人承擔職務的顧慮，與談人指出可考慮引進具備海外經驗的專業人士，以及將「外部董事」正名為「獨立董事」，這項看似細微的調整，實際上凸顯其角色定位的重要性。

四、強化審計委員會實質功能以降低貪瀆與詐欺風險：

(一)確保審計委員會成員的獨立性與專業性：欲有效降低貪瀆與詐欺風險，關鍵不在於形式上制度的完備，而在於審計委員會能否發揮實質且獨立的監督功能，因此，確保審計委員會成員具備真正的獨立性與專業性至關重要。如前所述，僅具備名義上的獨立身分，卻與控制股東或創辦家族存在實質關係，將大幅減弱審計委員會的監督效果，與談人強調，董事遴選機制應更重視專業背景與經驗，並避免由控制股東主導審計委員會組成。

(二)審計委員會與內部稽核、外部會計師之間的整合：審計委員會不應僅被動接收報告，而應主動參與風險辨識與重大異常事項的討論，確保內外部稽核資訊能有效回饋至董事會決策層級。

(三)監理機關提供明確且具體的指引：監理機關在制度設計上，宜提供明確且具體的行為期待與指引，使公司與董事「知道該如何做，才能符合治理要求」，僅有原則性規範，往往不足以改變實務行為，搭配明確的制度訊號與一致的執法方向，才能促使企業逐步內化良好治理實務。

主題五：「兆元資產的轉移：亞洲公募與私募市場的治理策略」

主持人：Namuh Rhee, Chairman, Korean Corporate Governance Forum (KCGF), Seoul

與談人：Andrew Hendry, CEO Asia and Head of Asia Client Group, Janus Henderson Investors, Singapore

Hitoshi Hirokawa, Managing Director, ESG & Stewardship Department, Government Pension Investment Fund (GPIF), Tokyo

Seung Keun Lee, Team Leader, Corporate Governance Team1, National Pension Service Investment Management, Seoul

Siok Lan Pek, Head of Investment Stewardship, Temasek, Singapore

一、前言：近年來，在私募股權快速成長及企業私有化交易增加的帶動下，亞洲資本市場正經歷一場規模以兆元計的資金自公募市場轉向私募市場的結構性變化。相較於公募市場具備較為完善的資訊揭露制度與股東監督機制，私募市場的資訊透明度及股東監督均相對受限，形成截然不同的治理環境，進而為投資人帶來新的公司治理挑戰。本場次邀請多位具代表性的資產管理機構參與與談，包括 GPIF(日本年金積立金管理運用獨立行政法人)、NPS(韓國國民年金)、Temasek(新加坡淡馬錫)及 Janus Henderson(駿立亨德森)，聚焦於資本轉移背後的原因、公募市場的發展趨勢，以及投資人如何因應估值疑慮、資訊不對稱與董事會監督弱化等問題，並探討投資人在亞洲公、私募市場中，促進透明架構與永續實務的可能策略。

二、日本 GPIF 以長期資產所有者的視角的延伸其盡職治理：

(一) **私募資產配置比重上限訂為 5%**：與談人 Hitoshi 首先介紹 GPIF 的投資策略與資產配置情形，GPIF 作為全球規模最大的退休基金之一，其投資結構以長期穩健為核心，目前約有八成資產配置於被動型基金(passive funds)，涵蓋日本及海外股票與債券市場。儘管投資重心仍以高流動性資產為主，GPIF 近年已逐步提高私募資產配置比例，由五年前的約 0.6% 提升至 1.6%，目前承諾投資金額約占總資產的 2.9%，並設定私募資產配置上限為 5%，以控管整體流動性風險。

(二) **盡職治理之核心精神同樣可適用於私募市場**：GPIF 並未將私募資產視為追求短期報酬的工具，而是採取「穩健試行、逐步深化」的策略，在確保投資決策與受託人責任一致的前提下，審慎推進私募投資布局。Hitoshi 強調，資產自公募

市場轉向私募市場，並不代表治理標準的降低，而是治理方式的調整與延伸，儘管 GPIF 主要依循的治理原則係針對公募市場設計，但其所遵循的日本盡職治理守則之核心精神，包括長期價值創造、股東參與及資訊揭露，同樣可適用於私募市場的投資實務。

(三)**依據不同市場特性調整議合方式**：機構投資人在公募與私募市場中，對被投資公司的持股比例與影響力存在本質差異，議合模式亦隨之不同。在公募市場中，機構投資人通常持股比例相對有限，議合多仰賴制度化的資訊揭露、股東權利行使及集體行動；相較之下，在私募市場中，投資人往往持有較高比例股權，甚至直接參與董事會或重大決策，使其能以更直接且深入的方式參與公司治理。Hitoshi 強調，正因私募投資具備更高的影響力與治理介入空間，投資人亦須承擔相對更高的受託責任，確保其治理行為能與長期價值創造及盡職治理原則相符，隨著私募投資逐步擴大，應思考如何依據不同市場特性調整議合方式，而非採取單一模式套用。

三、韓國年金制度改革推動下的治理深化：

(一)**私募市場配置比重約為 15%**：與談人 Seung Keun 首先分享 NPS 的投資組合與年金制度改革方向，目前資產配置在韓國股票市場約 15%、全球型股票約 30-35%、韓國當地的固定收益類產品約 30%、全球固定收益類產品約 10%，其餘 15%則是投資另類資產(Alternative Assets)，包括私募股權、不動產與基礎建設。

(二)**年金改革推動下的長期投資責任與治理挑戰**：韓國政府近年推動年金制度改革，包括調整費率結構及強化基金管理機制，目的在於延後國民年金出現財務壓力的時程，並確保制度的長期永續性。隨著改革推進，NPS 資產規模預期將持續擴大，亦使其在資本市場中的影響力進一步提升，在此背景下，如何確保投資決策符合長期受益人利益、並維持高水準的治理品質與投資責任，成為年金改革下不可忽視的重要課題。年金改革不僅是財務與制度層面的調整，也促使機構投資人重新檢視其受託責任與治理角色，另隨著私募資產配置比重提高、投資期間拉長、資訊透明度降低，投資人更需以長期視角審慎評估風險與治理影響，確保資產配置策略與公共年金的受託責任相一致。

(三)**責任投資框架延伸至私募市場的制度發展**：韓國已逐步建立適用於公開市場的

責任投資與盡職治理框架，並開始研議其於私募市場的適用範圍，由於私募市場的治理結構與資訊揭露方式有別於公開市場，相關原則無法直接套用，需透過投前盡職調查、投後治理參與及投資契約安排等方式加以落實。NPS 已開始就其責任投資原則如何延伸至私募資產進行制度層面的討論，未來亦可能在修訂韓國盡職治理守則時，納入對私募投資治理的相關要求。

四、新加坡淡馬錫投資高比例於私募市場，以相同的治理原則配合彈性的實務執行：

(一) **私募市場投資比重達 50%**：新加坡主權基金淡馬錫介紹其投資哲學與治理模式，作為新加坡政府全資擁有的投資機構，淡馬錫以「商業報酬導向 (Commercially Driven)」與「永續長期報酬(Sustainable Long-Term Returns)」為核心目標，不同於多數受託型機構投資人，淡馬錫以自有資金進行投資，不接受外部委託，並透過投資收益與分配的再循環機制持續進行再投資。目前資產配置約 50%於私人資產，涵蓋私募股權、私募信貸及其他另類資產，並持續擴展於新興市場、創新科技與基礎建設領域的投資。投資高比例於私募市場反映了淡馬錫對長期成長機會的重視，但同時也意味著需承擔較低流動性與資訊透明度所帶來的治理挑戰，因此治理能力成為投資策略中不可分割的一環。

(二) **相同的治理原則，配合彈性的實務執行**：淡馬錫並未因投資市場由公募轉向私募而降低治理標準，而是強調「相同的治理原則，配合彈性的實務執行」。亦即，無論投資標的是上市公司或未上市企業，淡馬錫皆以長期價值創造、董事會效能與責任投資為核心治理原則，但在具體執行方式上，則依市場特性與投資結構進行調整。其中，「高效能董事會」被視為私募投資治理的關鍵，淡馬錫透過持續與被投資企業董事會、管理階層及外部資產管理機構互動，確保董事會具備足夠的專業能力、獨立性與監督功能，有效的董事會參與不僅有助於提升長期投資績效，也能在早期識別經營與治理風險，降低私募市場中因資訊不對稱所衍生的不透明與詐欺風險。

五、**機構投資人 Janus Henderson 的觀點**：與談人 Andrew 指出，無論是在公募或私募市場，核心公司治理原則本質上是一致的，例如資訊透明、防範詐欺以及對人權的尊重等，差異主要體現在治理的執行方式與投資人介入的深度。在私募市場中，投資人通常能與被投資企業建立更為緊密的關係，並透過董事會席次或直接參與治理，

對公司策略與風險管理產生實質影響；相較之下，公募市場的主要挑戰在於如何有效促使董事會與股東利益一致，使董事能夠在風險管理與價值創造議題上，對管理階層發揮實質監督與制衡功能。Andrew 並強調，投資人需透過持續議合與股東權利行使，促使董事會在資訊揭露、策略監督與責任承擔上發揮應有角色。整體而言，隨著資本在公私募市場間流動，投資人必須因應不同市場特性，靈活運用治理工具，但仍以一致的治理原則作為行動基礎。

主題六：「氣候治理與轉型策略：歐美與亞洲市場之比較」

主持人：Charles Nguyen, Head of ESG Investing, Asia, Neuberger Berman, Shanghai

與談人：Jeanne Stampe, Lead Policy Advisor, Norges Bank Investment Management, Singapore

Dr. Joon Hyug Chung, Associate Professor, Ph.D, LL.M, Seoul National University

School of Law, Seoul

Seongbong Cho, VP & Head of ESG, SK hynix, Gyeonggi-do

Sunita Rajakumar, Founder, Climate Governance Malaysia, Kuala Lumpur

一、前言：本場次聚焦於氣候治理與轉型策略在東西方市場中的不同發展路徑，並探討企業董事會在日益複雜的監理環境與利害關係人壓力下，如何建立具韌性且能因應氣候變遷挑戰的治理架構，與談人從亞洲與歐美市場的實務經驗出發，說明各國董事會在氣候治理上所面臨的制度差異、政策要求及轉型挑戰。

二、全球與亞洲氣候政策推動出現轉折：

全球氣候治理政策正進入一個明顯的調整階段，相較於過去數年各國競相推出氣候揭露與永續金融規範的高峰期，近年歐美主要市場在政策推動上已出現放緩甚至重新檢視的情形，如美國對於氣候資訊揭露的監理要求面臨政治與法律層面的挑戰，歐盟亦在永續相關法規的推動時程與適用範圍上進行調整，使其落地時採取較溫和的調整，這些變化使企業與市場對氣候政策的不確定性顯著提高。

亞洲市場同樣感受到此一轉折，部分亞洲國家原本高度積極推動永續與氣候相關政策，但在全球經濟壓力、產業競爭與公司實務反應的影響下，政策推動更為審慎，企業對氣候議題的投入熱度亦不如數年前高峰。與談人 Dr. Chung 以韓國為例指出，近年來韓國市場的股東結構出現明顯變化，散戶投資人比例大幅上升，雖有助於強化股東保護與市場參與，但同時也對永續與氣候政策形成新的挑戰，由於多數散戶投資人投資期間較短，決策更偏重短期績效，對於需要長期投入與資本支出的氣候轉型與永續策略支持度相對有限，股東行動主義在此背景下成為一把雙面刃，一方面提升公司治理關注度，另一方面卻可能弱化企業推動中長期氣候轉型的空間，使監理機關與企業在兼顧市場期待、股東利益與氣候目標之間，面對更為複雜的平衡與治理挑戰。

三、歐美市場的氣候治理模式以監理管制與風險內化為核心：歐美市場在氣候治理上，

普遍採取較為「自上而下」的政策工具，透過法規、監理與資本要求，將氣候風險直接內化至金融體系與企業經營之中，歐洲監理機關(保險和職業養老金管理局(EIOPA)、歐洲央行等)已明確將氣候風險視為審慎監理的一環，要求金融機構在資本適足、資產評價及風險管理中反映轉型風險與實體風險。此作法的核心邏輯，在於以「當前排放狀況」與「潛在轉型衝擊」作為評估基礎，透過提高資本成本或限制高碳排資產的方式，對企業形成即時而明確的轉型壓力，該模式有助於快速改變市場行為，但同時也可能對產業轉型造成短期衝擊，並引發企業與投資人對政策可預測性的疑慮。

四、亞洲市場的氣候治理路徑為支持轉型，強調漸進與成長導向：亞洲多數市場在氣候治理上採取較為「支持型」與「前瞻性」的策略，監理機關普遍不鼓勵金融機構對高碳排產業採取一刀兩斷的撤資行為，而是期望透過議合、轉型分類法(transition taxonomy)與政策引導，協助企業逐步調整其商業模式與技術路徑。以新加坡金融管理局(MAS)為例，明確呼籲金融機構不應因高碳排而貿然撤資，而是多透過議合與金融支持協助高碳排產業轉型，另中國人民銀行正進行轉型分類標準的方式，並考慮讓轉型貸款享有與綠色貸款相似的政策支持，以降低銀行對企業轉型活動提供的資金成本，馬來西亞與新加坡在東協架構下也合作推動區域適應指南(regional adaptation guide)及其他轉型經濟分類工具，提供企業辨識轉型活動與實體風險的框架，整體來看，以上作法更強調「轉型過程」而非僅以當前排放水準作為評價基準，有助於在兼顧經濟成長的同時，推動企業邁向低碳發展。

五、供應鏈壓力可能是亞洲市場的關鍵驅動因素：

Dr. Chung 指出，在多數亞洲市場中，氣候治理的實際推動力量，未必來自於股東行動主義或監理機關的直接壓力，而更常來自於供應鏈與國際客戶的要求，由於亞洲企業多處於全球供應鏈的關鍵節點，其氣候資訊揭露、風險管理、減碳作為等，往往受到跨國客戶、海外品牌商及國際市場標準的高度影響，在股權結構相對集中的亞洲市場中，這種來自供應鏈的外部壓力有時反而比投資人倡議更能促使企業採取具體行動，成為推動氣候治理與轉型的重要因素。

此一觀點亦獲得企業代表的呼應，SK 海力士(SK Hynix)代表 Seongbong 從企業實務角度分享，該公司已在董事會監督下設立 ESG 專責單位，並因應來自客戶與市場

的要求，積極推動多項調適與轉型措施，包括確保再生能源來源，以及擴大工業用水回收再利用等作法，相關作為不僅回應供應鏈對永續與氣候表現的期待，也反映出亞洲企業在國際市場壓力下，逐步將氣候治理內化為公司治理與營運策略的一環。

六、建議董事會如何強化氣候治理能力：

- (一)氣候議題可能成為董事忠實義務的一部分：雖然目前在實務上，即使董事未妥善處理永續發展與氣候相關議題，仍因司法實務上對董事裁量權的高度尊重，使得認定董事違反忠實義務並進一步追究法律責任具有相當難度，Dr. Chung 指出，這些議題已逐漸被視為董事忠實義務的一部分，董事會有責任在重大決策中審慎評估氣候風險、轉型成本及其對公司長期價值的影響。
- (二)建立前瞻性、整合性的治理架構：與談人普遍認為，董事會不宜將氣候議題視為單一專責部門或短期法令遵循事項，而應透過治理架構的設計，將氣候風險與轉型議題納入董事會層級的整體監督機制，確保氣候議題能與風險管理、資本配置及長期策略討論相互連結，以提升治理的一致性與前瞻性。
- (三)提升董事對氣候議題的判讀能力：董事會應持續深化與氣候相關的專業能力，並投入系統性、長期性的董事培訓，以因應氣候治理日益複雜的挑戰，與談人 Sunita 特別指出，董事訓練不應僅止於政策或技術層面的知識更新，更應培養一種結合策略前瞻性的決策模式，使董事能在高度不確定的環境中，將氣候議題有效整合至公司整體治理與長期策略之中。
- (四)董事會應強化與管理階層的對話與壓力測試：董事會在氣候治理中的角色，在於透過與管理階層的持續對話與提問，測試公司對氣候風險與轉型情境的準備程度，董事會應要求管理團隊說明不同政策、技術或市場變化情境下的因應策略與取捨邏輯，而非僅接受靜態或單一假設下的報告。
- (五)將氣候與企業策略結合，而非視為額外負擔：當董事會能夠引導公司將氣候風險與轉型機會視為影響長期競爭力與價值創造的重要因素，氣候行動將更有可能轉化為策略投資或營運優化的契機，而非僅止於法遵層次的回應。

主題七：「地緣政治帶給董事會的挑戰」

主持人：Jennifer Coulson, Senior Managing Director & Global Head, ESG, British Columbia

Investment Management Corporation (BCI), Victoria

與談人：Karine Hirn, Partner, Chief Sustainability Officer, East Capital, Hong Kong

Young Sun Kwon, Chief Economist & Head of Research, Woori Finance Research
Insitiute, Seoul

Yuelin Yang, ACGA Council Member; Programme Committee Member, Pacific Pension
& Investment Institute; Independent Director, Verlinvest Asia, Singapore

一、前言：隨著地緣政治緊張局勢持續升溫，國際貿易、投資流向及監理環境皆出現結構性變化，企業經營所面臨的風險已不再僅限於市場或財務層面，而是日益受到政治、外交及國際安全局勢的影響。本場次與談人指出，對亞洲企業及投資人而言，地緣政治已成為影響公司治理、投資策略與長期競爭力的重要因素，董事會必須正視其所帶來的複雜挑戰，並思考如何在高度不確定的國際環境中提升企業韌性與決策品質，並分享董事會如何以更具韌性的治理架構、更有效的政治風險管理工具，以及情境式策略規劃，來因應快速變動的地緣政治現實。

二、地緣政治帶給董事會與投資人的挑戰：

(一)地緣政治已從可委由管理層處理的議題，變成董事會層級的核心挑戰：過去企業多將地緣政治視為外部環境因素，交由管理階層或風險管理單位因應，但在當前國際局勢下，此一作法已不敷使用。地緣政治風險不僅可能影響供應鏈布局、資本支出及市場進出策略，更可能在短時間內對企業營運造成重大衝擊，相關決策往往涉及企業長期策略與價值判斷，已屬董事會應直接關注與監督的核心議題。與談人強調，董事會無法再將地緣政治視為「技術性問題」，而必須納入整體公司治理與策略討論之中。

(二)董事會普遍缺乏地緣政治知識：與談人普遍認為，多數公司的董事會在地緣政治議題上的理解仍相當有限，相較於財務、法遵或營運風險，地緣政治涉及跨國政治、外交關係及區域安全等複雜因素，缺乏明確的分析框架與即時、可靠的資訊來源，使董事會在討論相關議題時容易流於概念性或事後反應。與談人者並指出，董事會成員往往不清楚應從何處取得適當資訊，也缺乏判斷地緣政

治變化對企業實質影響的能力，導致相關風險難以及時納入決策考量。

(三)**具國際視野或地緣政治背景的董事人才非常有限**：傳統上，企業的董事組成以財務、法律、公司營運背景或專長為主，多半不具備或未接受地緣政治分析的訓練，與談人觀察在亞洲多數市場中，具備深厚國際經驗或地緣政治背景的董事人選相當有限，許多董事來自本地產業或財務領域，對跨國政治動態及國際政策趨勢的理解相對不足，在董事會成員結構本就偏向集中、封閉的情況下，要引入具國際視野或地緣政治專業的董事更具挑戰性，因此這樣的人才缺口，使董事會在面對高度國際化與政治化的風險時，決策基礎顯得相對薄弱。

(四)**地緣政治的不透明性、不確定性及不可量化**：與談人特別強調，地緣政治風險的本質與傳統風險不同，相關資訊的取得與財務或 ESG 資訊不同，難以量化呈現，並有資料碎片化、訊息可靠度有限、部分政策資訊甚至不公開的特性，使董事會難以透過既有模型或數據進行評估，且事件發展常具有突發性與非線性特徵，增加企業判斷與因應的難度，與談人指出，地緣政治並非可預測的「風險」，而是一種必須持續因應的「不確定性」，董事會若過度依賴過往經驗或靜態分析，將難以有效掌握其對企業帶來的潛在衝擊。

(五)**投資人議合面對資訊不對稱的問題**：投資人面對地緣政治風險同樣缺乏一致的衡量方式，相關資訊往往零散、不即時，甚至帶有高度主觀判斷，使投資人難以系統性地納入投資分析與決策模型，若僅依賴公開資訊，往往無法掌握企業實際暴露於地緣政治風險的程度，亦難以判斷公司是否已具備因應突發事件的能力。企業對地緣政治議題多半較為保守，揭露意願有限，使投資人難以深入了解董事會是否已將相關風險納入策略討論與決策程序，這將迫使投資人必須投入更多資源，透過私下交流、實地訪談或與當地研究機構合作，才能取得較貼近實際情勢的資訊，以支撐其投資判斷與風險管理。

三、如何提升董事會對地緣政治的敏感度與素養：

(一)**將地緣政治納入董事會例行議程與治理架構**：董事會不能再把地緣政治視為「外部環境」或「管理階層的事情」，而是應正式納入董事會、風險管理委員會、審計委員會或策略委員會的常態議題，定期進行討論與檢視，而非僅在事件發生後被動回應，透過制度化的討論機制，董事會才能逐步累積對地緣政治

議題的理解，並確保相關風險已納入公司整體風險管理與策略規劃。

(二)董事會組成需納入地緣政治視角及多元專業背景：與談人普遍認為，提升董事會對地緣政治議題的判斷能力，與董事會成員的背景結構密切相關，亞洲企業的董事會多半仍較本土化，有講者觀察指出語言的隔閡不是成為障礙的主因，反倒是文化與社會關係網絡較可能成為關鍵阻力，董事會在檢視自身組成時，應逐步思考是否引入具國際視野或相關專業的成員，以補強現有治理能力。

(三)資訊來源不能只依賴公開資料，需透過私下交流取得更貼近當地的情勢資訊：

在地緣政治快速變動的情況下，僅依靠報章媒體或公開資訊，往往無法掌握真正的風險與當地實況。來自韓國友利金融研究所(Woori Finance Research Institute)的講者分享，他們為了取得更貼近市場的資訊，採取了不同於以往的模式。該研究所最近與越南的一家研究機構簽署了合作備忘錄，目的是取得不是來自報紙，而是基於當地觀點與第一線觀察的資訊，這類資訊才能提供「真正發生什麼事情的初始訊號」，而不是事後報導或次級分析。

其次，他們也從過去「只蒐集資料、在辦公室進行分析、再呈報董事會」的做法，轉變為直接前往有業務往來的國家實地訪查，透過拜訪當地官員、主管機關或產業人士，蒐集尚未公開、但對企業而言極具價值的訊息，再將這些整理後提供給董事會。無論是製造業或金融機構，都需要採取更私下、更直接、更有效的方式取得地緣政治資訊，若只依賴公開資料，往往無法即時掌握風險，反而是「非公開管道」與「在地私人網絡」取得的資訊更能反映實際狀況。

(四)董事會應透過情境演練與原則式準備提高韌性：

地緣政治帶來的不確定性難以預測，只能事先準備，講者 Yuelin 建議董事會應透過多情境推演(scenario-based planning)協助企業面對不同可能走向，董事會應預先對「不可接受的界線」達成共識，以便在事件發生時提供管理階層明確方向，將這些回應方式制度化並納入內部作業手冊，並針對在各種地緣政治情境下的風險承受度、可能的應對措施與備援方案及觸發決策的里程碑或指標進行情境模擬與應變演練。

Yuelin 另提供一套「SEARCH」架構作為董事會面對地緣政治不確定性的思

考工具，SEARCH 意思為(1)「順勢而為(Surfing strategy)」的方式面對不確定性、(2)保持「外部導向(Externally oriented)」的視角、(3)關注「人工智慧(AI-focused)」等新興科技對地緣政治與產業競爭的影響、(4)推動營運與供應鏈的「區域化配置(Regionalising networks)」、(5)持續將「氣候議題(Climate)」視為長期結構性風險，以及(6)透過「歷史視角(Historically minded)」理解長期地緣政治脈絡，並強調董事會不應追求單一正確答案，而應建立一套有助於討論、假設與因應的共同語言。

四、現場提問階段：問答環節有與會者提出對特定區域風險的關切，特別是朝鮮半島局勢是否仍構成南韓企業與投資人的主要地緣政治風險。講者回應表示，雖然朝鮮半島的安全風險仍然存在，但在當前全球脈絡下，該風險在市場認知中已逐漸被其他更具外溢效果的地緣政治熱點所取代，例如台海情勢、中東衝突與烏俄戰爭等，但講者也提醒，正因部分風險長期存在而未立即爆發，董事會反而更容易產生「習以為常」的心理，低估其潛在影響，因此，董事會在面對地緣政治議題時，應避免僅依賴既有假設或歷史經驗，而需持續保持警覺，定期重新檢視外部環境變化，將看似「穩定的風險」納入動態評估，作為公司長期策略與資源配置的重要考量。

主題八：「吹哨制度與公司治理的警示（工作坊）」

主持人：Anuja Agarwal, Research Head, Japan and India, ACGA, Hong Kong

與談人：Hyun Ju Ku, Partner Attorney, Hannuri Law LLC, Seoul

Jae-Wook Lim, Partner, Forensic Services, Samil PwC, Seoul

Trista Chen, Co-lead, Global Investment Stewardship, L&G, Singapore

一、前言：吹哨制度是公司治理中至關重要的機制，在揭露詐欺與不當行為方面扮演關鍵角色，影響層面涵蓋董事會、投資人、員工、監理機關，乃至整體社會。相關數據顯示，約 43%的職務詐欺案件係透過檢舉線索被發現，然而，許多市場在實務上仍難以使吹哨制度真正發揮效能。本場工作坊從案例分享出發，包括韓國安隆案、德國 Wirecard 醜聞、日本 Olympus 弊案、新加坡郵政(SingPost)醜聞及印度 Satyam 事件，探討現行吹哨機制的實際成效為何、如何進一步強化、既有制度是否已充分鼓勵不當行為的通報、是否有效保護吹哨人，及如何設計具安全性與保密性的溝通管道之最佳實務，以提高監督的有效性，同時確保符合法律與倫理規範。

二、現行吹哨制度面臨的限制與挑戰：

- (一)內部通報機制的信任不足：多數企業仍以內部管道作為主要通報途徑，但員工對管理階層是否能獨立、公正處理案件缺乏信任，導致潛在吹哨者選擇沉默。
- (二)法律保護與誘因設計的不足：以韓國為例，該國自 2011 年起即建立相對完整的吹哨者保護法制，並設有獎勵制度以鼓勵揭露涉及公共利益的違法行為，然而，與談人指出，現行補償金額難以彌補潛在職涯損失，法律保護在實務執行上的落差仍然存在，吹哨者仍面臨解僱、升遷受阻與社會排斥等重大風險。
- (三)組織文化與社會規範構成重大障礙：在多數亞洲經濟體，吹哨行為仍帶有負面標籤，被視為違反忠誠或破壞組織和諧，日本的階層式職場文化、新加坡較集中化的管理，及韓國的家族企業影響，甚至如部分企業文化強調「公司如同家庭」的價值觀，管理階層與創辦人常以「我們是一家人」的語言建構高度忠誠與團隊凝聚力，卻可能在無意間壓抑員工提出異議或舉報不當行為的空間。另世代差異亦可能對吹哨制度的運作產生影響，年輕世代通常對倫理與社會責任議題較為敏感，亦較能接受匿名舉報或外部通報機制，反倒是即將退休或資深員工，可能因組織忠誠度、職涯風險考量或社會關係網絡而更為保守。

(四)制度後續處理與問責機制的不確定性亦減弱吹哨誘因：公司接獲通報後若未能採取實質行動，缺乏透明回應，或未對違規者進行有效懲處，將進一步損害制度的可信度，企業對吹哨案件的處理品質與公司治理成熟度密切相關，忽視通報問題可能引發治理疑慮，甚至影響董事會成員之股東投票支持。

三、吹哨制度有效運作的關鍵：

(一)企業管理層自上而下所建立的治理基調(Tone from the Top)：吹哨制度的有效性高度依賴企業最高治理層所傳達的價值觀與治理基調，董事會與高階管理團隊對誠信、法遵與問責的明確承諾，將直接影響員工對制度可信度的認知。因此，如能明確支持吹哨制度、公開承諾保護吹哨者並揭示處理流程，有助於建立企業內部對揭弊行為的正向認知。

(二)數據透明與追蹤機制：吹哨制度的可信度亦取決於通報案件相關數據的透明度與後續追蹤機制，投資人與治理專家普遍關注企業是否揭露吹哨案件的數量、處理狀況與制度運作結果，並指出「零通報」並不必然代表公司沒有問題，反而可能反映制度失效或員工缺乏信任。因此，企業應建立系統化的案件追蹤與回饋機制，包括案件分類、處理時程、董事會或審計委員會的監督程序，以及必要的內控制度改善措施。透過定期彙整與揭露統計性資訊，可提升治理透明度，亦有助於投資人與利害關係人評估公司內部控制與誠信文化的成熟度。

(三)心理安全感(psychological safety)與第三方舉報機制：心理安全感是促使員工揭露不當行為的重要行為因素。員工若相信其身分可獲保密、通報後不會遭受報復，將顯著提高通報意願。因此，多數全球投資人與最佳實務均主張設置獨立於管理階層的第三方通報管道，例如外部法律顧問、專業舉報平台或由審計委員會直接監督之通報機制，亦有與談人分享國際企業普遍設有將檢舉直接送至總部的機制，避免經過地方管理階層，以提升員工對其身分保密的信任。

(四)投資人積極參與：投資人被視為促進吹哨制度落實的重要外部治理力量，全球機構投資人愈來愈要求企業建立可涵蓋供應鏈的吹哨政策，並由獨立審計委員會監督案件處理，部分投資人亦將吹哨案件處理品質納入盡職治理與投票決策考量，甚至可能對忽視重大通報問題之董事會成員投反對票。

四、結論：與談人總結，吹哨制度的有效性取決於法律制度、文化轉變、公司治理改

革、投資人壓力，以及制度運作機制之間的交互作用，相關機制須確保通報者的匿名性與保護措施，並確保通報事項能被確實追蹤與處理，才能真正發揮監督與問責的功能。單一法律規範難以獨立促成制度有效運作，企業高層所建立的治理基調、審計委員會與董事會的監督角色，以及外部投資人的盡職治理壓力，均是制度能否落實的關鍵因素。此外，文化與組織因素仍是亞洲地區推動吹哨制度的重要挑戰，即便法律已提供形式上的保護，若企業內部仍存在對吹哨者的污名化，制度仍可能流於形式，因此，建立心理安全感、第三方舉報管道、資訊揭露與追蹤機制，以及持續的員工教育與訓練，對提升制度可信度與實質效果至關重要。

主題九：「家族企業與財閥—繼任計畫與高效率董事會的創建」

主持人：Yonghwan Choi, Head of ESG Research Team, NH-Amundi Asset Management, Seoul

與談人：Jong-Ha James Yoon, Founding Partner and Head of Korea Buyout, MBK Partners, Seoul

Jongmin Shim, Deputy Head of Korea Research, CLSA Securities Korea Ltd., Seoul

Michael Ling, Company Secretary, CLP Holdings, Hong Kong

Yoo-Kyung Park, ACGA Korea Working Group Chair; Managing Director; Head of Global Emerging Markets Equities, Fundamental Strategies, APG Asset Management Asia, Hong Kong

一、前言：家族企業和財閥(chaebol)在韓國乃至整個亞洲仍然佔據主導地位，卻也面臨著獨特的治理挑戰—從不透明的繼任計畫到根深蒂固的董事會結構，再到家族股東與少數股東之間的衝突，本場會議將探討這些公司如何在傳統與透明度之間取得平衡，以及如何實現公司治理的專業化、董事會的更新換代，並確保公司能夠代代相傳，實現長期永續發展，並分享韓國國內家族控制企業董事會運作的實務經驗。

二、韓國財閥型家族企業治理結構性問題：

(一)董事會成員選擇非以主動創造價值為目的：與談人 James Yoon 以韓國數據為基礎，分析韓國董事會在促進企業與股東價值創造方面面臨的結構性限制，韓國上市公司董事中具企業經營實務經驗者比例在 OECD 國家中最低，反而有相當高比例來自檢察體系、稅務機關及主要監理機關的前政府官員。這種現象表示家族控制的上市公司董事會多數係以危機管理或防禦性風險控管為主要設計目的，而非以主動價值創造為核心治理架構。

(二)董事會議程由創辦家族高度掌控：進一步分析約 8,000 項董事會議案，發現家族控制企業中的獨立董事對管理階層提案的支持率超過 99%，顯示議程高度由創辦家族掌控，董事會獨立性與監督功能有限。

(三)董事會多元性不足的問題仍然嚴重：教授背景董事占財閥企業董事會成員比例高達 38%，且性別多元性仍相當有限，主要原因在於大型企業集團對董事會多元化的抗拒，即使已立法試圖促進董事會組成的多元化，實務推動仍面臨阻力。

(四)最終決策權通常掌握在控制家族及其核心秘書幕僚團隊：與談人 Yoo-Kyung

Park 進一步指出，這是集團治理的結構性議題，最終決策權通常掌握在控制家族及其核心秘書幕僚團隊手中，而該團隊的績效指標往往以維持家族控制權為優先，而非提升股東價值。上市公司執行長在許多情況下實際上更像是營運長，決策自主權有限，使董事會難以對公司策略、接班規劃或重大投資決策產生實質影響，當發生公司醜聞時，投資人應質疑真正的決策者是誰—通常是家族集團層級，而非個別上市公司本身。

三、CLP Holdings(香港中電集團)作為家族控制企業亦能成功將公司治理內化：

- (一)治理架構強調「所有權與經營權分離」：與前述韓國財閥型家族企業的治理困境形成對比，CLP Holdings 提供了一個家族控制企業仍能成功內化高品質公司治理的實務案例。CLP 為香港上市的垂直整合電力企業，控制股東為 Kadoorie 家族，但其治理架構強調「所有權與經營權分離」，由專業經理人團隊負責日常營運，而家族成員主要透過董事會層級參與公司治理，形成明確的權責分工。
- (二)獨立董事擔任關鍵董事會委員會主席：董事會結構方面，除家族代表與執行董事外，設置多名獨立非執行董事，並由獨立董事擔任關鍵董事會委員會主席，以確保策略、風險管理與績效監督具有實質獨立性。
- (三)外部專家協助董事遴選：公司亦透過外部獨立顧問協助董事遴選，避免由控制股東直接指派「關係人董事」，並依據技能矩陣與公司策略需求選任董事，以提升董事會專業多元性與功能適配性。
- (四)董事會更新與發展(board refreshment and development)制度：定期進行由外部機構促成的董事會評估，從回顧過去決策表現與前瞻公司策略需求兩個面向，檢視董事會組成與運作是否仍符合公司長期發展需要，此機制有助於避免董事會僵化，並強化董事會作為策略監督與價值創造平台的功能。
- (五)強調公司治理生態系統(ecosystem)的概念：即治理制度、董事會運作、企業文化與控制股東價值觀須相互配合，控制股東長期持股且甚少交易股份，有助於降低資訊不對稱與內線交易疑慮，並向市場傳遞長期投資與永續經營的承諾。整體而言，CLP 的案例顯示，家族控制企業並非必然導致治理失靈，關鍵在於是否能建立清晰的所有權與經營權分離、制度化董事會運作機制，以及由控制股東自上而下支持的治理文化。

四、韓國近期公司治理改革動能與未來建議：

(一)**投資人結構大幅轉變**：從宏觀角度補充觀察，與談人 Jongmin Shim 指出，韓國近期公司治理改革動能加速，主要係受到散戶投資人參與度大幅提升的影響，其持股占比自 COVID-19 疫情前的 9% 上升至 2021 年的 32%，此一結構性轉變形成政治誘因，促使政府加快推動「Value Up」計畫，並修訂《商業法》，強化董事的受託責任義務。Shim 亦提醒目前韓國股市表現的多數漲幅仍集中於半導體產業獲利，市場對公司治理改革作為長期價值創造催化劑的認知仍相對不足，公司治理改革的長期影響可能被低估，但其對資本市場永續發展與投資人信心具有關鍵意義。

(二)**重振公司治理守則與盡職治理守則**：主持人假設性地詢問與談人 Yoo-Kyung Park 若當選韓國總統將優先推動何項改革時，她表示首要任務將是「重振公司治理守則與盡職治理守則」，以賦權國內與外國機構投資人，強化其對董事會的問責機制，她認為近期《商業法》改革過程中，國內投資人參與度不足，真正的改革進展需由各方共同承擔責任。Park 並提出兩項立即可行的董事會改革建議：第一，確保執行長具備真正的專業與適任性，第二，避免將稅務機關或檢察體系背景人士空降至董事會，因其象徵的是防禦式風險管理，而非策略性價值創造導向。

第三章 心得及建議

本次參加 2025 年亞洲公司治理協會(ACGA)年會，透過專題演講及與談人分享，本會得以瞭解 ACGA、機構投資人及證券主管機關對全球重要公司治理議題之觀點，另場邊亦與國際機構投資人有許多直接交流的機會。謹就本次會議中所討論議題及與談人分享，提出以下心得及建議：

一、建議研議政策配套誘因，引導企業落實長期價值創造，並與投資人充分溝通：

亞洲各市場陸續推出之價值提升計畫，均非著重於短期股價表現或財務工程操作，而係以長期企業價值創造作為政策核心目標，並結合制度性誘因作為促進企業自發參與價值提升的重要工具。我國目前已透過 ESG 評鑑機制，鼓勵上市櫃公司訂定並揭露其價值提升相關策略，惟未來證交所及櫃買中心仍可持續研議其他配套誘因，例如資本市場制度設計相關激勵措施，以引導上市櫃公司將價值提升內化為經營策略核心，而非僅止於形式化遵循。

其次，高品質資訊揭露與投資人溝通為價值提升計畫成功推動之重要基礎，證交所及櫃買中心亦可思考如何協助企業與投資人就資本管理政策、成長策略與執行進度等關鍵議題進行實質議合與互動，使市場能有效評估企業治理品質與長期策略落實情形，避免價值提升計畫流於報告文件化或揭露形式化之情形。

二、建議研議強化並發揮提名委員會之功能，以提升董事會專業性與治理韌性：

當前企業經營環境面臨之挑戰日益多元且高度不確定，過去未被重視的因素，如本次會議提到的地緣政治風險、人工智慧技術及氣候變遷議題均可能成為當今影響營運的重大風險，在此背景下，董事會成員之專業結構與多元能力配置，已成為企業長期價值創造與治理韌性之關鍵因素。

另我國上市櫃公司同其他亞洲市場，仍具有家族或控制股東之所有權結構特性，董事提名與選任過程易受控制股東影響，爰此，建議研議進一步發揮提名委員會之功能，不僅侷限於提名董事候選人，提名委員會更可承擔董事會技能建構及繼任規劃之角色，使董事會成員之組成能更貼近企業長期策略與風險輪廓需求，並確保獨立董事及外部專業人才得以充分參與董事會決策。

三、建議研議強化上市櫃公司 AI 應用之風險管理與治理責任架構：

AI 技術已快速導入企業營運與決策流程，對提升企業效率與競爭力具有顯著

助益，然而，多數企業在導入 AI 工具時只見其利，未充分意識隨之衍生之管理風險，包括模型偏誤、資料品質、演算法透明度、資安與隱私保護，以及 AI 輔助決策之責任歸屬等。因此，建議證交所及櫃買中心可引導上市櫃公司建立 AI 應用之治理與風險管理框架，或參考政府部會發布之相關指引，如本會發布「金融業運用人工智慧(AI)指引」、經濟部產業發展署發布「製造業 AI 導入指引」等，提醒企業妥善控管 AI 風險，以提升市場對企業長期治理品質與永續發展能力之信賴。

四、建議研議精進上市櫃公司檢舉制度之揭露與回饋機制：

我國「公益揭弊者保護法」於 114 年 1 月完成立法，114 年 7 月 22 日正式施行，針對泛公部門內部揭弊者提供「3 保 1 減 1 金」之保護措施，包含工作權保障、身分保密、人身安全保護以及責任減免等措施，建構對揭弊者之法律保障架構。該法適用範圍雖尚不及私部門企業，惟現行上市櫃公司年報已要求揭露公司內部檢舉制度之設計與運作情形，顯示我國在制度面已建立初步框架，並建議企業適度揭露受理檢舉案件情形及調查結果，然而多數公司之揭露內容仍偏重制度設置之形式性描述，對於實際運作成效及案件處理流程之資訊相對有限，投資人較難據以評估公司內部控制與誠信文化之實質運作情形。

爰此，建議未來可持續研議精進上市櫃公司檢舉制度之揭露規範，於兼顧揭弊者隱私與案件機密性之前提下，引導企業適度揭露檢舉案件之統計資訊、處理程序、董事會或審計委員會之監督機制，以及改善內控制度之回饋措施，使投資人得以理解檢舉制度如何實際發揮公司治理功能，進一步提升企業誠信文化之可見度。

附件資料

附件 1：議程資料