

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「2016年OECD亞洲公司治理 圓桌論壇會議」報告

出國人員：

金融監督管理委員會證券期貨局

胡專門委員則華

曾稽核煌鈞

派赴國家：韓國

會議期間：105年10月23日至26日

報告日期：106年1月25日

提 要 表

系統識別號：	C10504018					
計畫名稱：	參加 2016 年亞洲公司治理圓桌論壇會議					
報告名稱：	參加「2016 年 OECD 亞洲公司治理圓桌論壇會議」出國報告					
計畫主辦機關：	金融監督管理委員會證券期貨局					
出國人員：	姓名	服務機關	服務單位	職稱	官職等	E-MAIL 信箱
	胡則華	金融監督管理委員會 證券期貨局	證券發行組	專門委員	簡任 (派)	
	曾煌鈞	金融監督管理委員會 證券期貨局	證券發行組	稽核	薦任 (派)	聯絡人 n85@sfb.gov.tw
前往地區：	韓國					
參訪機關：	無					
出國類別：	其他					
出國期間：	民國 105 年 10 月 23 日 至 民國 105 年 10 月 26 日					
報告日期：	民國 106 年 1 月 25 日					
關鍵詞：	公司治理，OECD					
報告書頁數：	28 頁					
報告內容摘要：	<p>本次會議討論主題包括(1)韓國公司治理近期發展情況、(2)亞洲資本市場近況與新興成長企業籌資、(3)公部門執法、行為經濟學及主管機關的治理、(4)亞洲公司治理未來發展、(5)亞洲最終受益人股權及控制權之揭露；及(6)亞洲交易所在公司治理的角色等。本次心得及建議(1)政策制定者平時應盡量蒐集相關行為數據，亦即運用大數據應用分析(例如：投資人交易股票行為分析)，並於擬訂政策時，參考該等資訊、分析對利害關係人之優缺點與所受影響，及多方徵詢相關人員之意見，如此政策推動便能達到原本政策目標且提高實施之成功率。(2)OECD 及亞洲公司治理協會已多次向本會反映應比照其他國家將應揭露持股及其變動性情形之門檻調降為 5%，是以建議未來亦可參酌亞洲其他國家之相關規範及作法，持續強化要求上市上櫃公司揭露最終受益人股權及控制權資訊，以落實最終受益人之揭露。</p>					
電子全文檔：	C10504018_01.pdf					
出國報告審核表：	C10504018_A.pdf					
限閱與否：	否					
專責人員姓名：						
專責人員電話：						

目 錄

第一章 前言.....	1
一、背景說明	1
二、出席會議代表	2
第二章 出席圓桌論壇紀要	3
一、韓國公司治理近期發展情況	3
二、亞洲資本市場近況與新興成長企業籌資	6
三、主管機關的治理、公部門執法及行為經濟學	10
四、亞洲公司治理未來發展	13
五、亞洲最終受益人股權及控制權之揭露	17
六、亞洲交易所在公司治理之角色	21
第三章 心得感想及建議	25
附 件：	29

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）創始於 1999 年，係經濟合作暨發展組織（Organization for Economic Co-operation and Development，以下簡稱 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程度，該論壇於 2009 年發布「對抗亞洲不當關係人交易指引（Guide on Fighting Abusive Related Party Transactions in Asia）」，於 2013 年發布「亞洲董事會提名與選任之較佳政策（Better Policies for Board Nomination and Election in Asia）」，於 2014 年發布「亞洲公部門執法與公司治理指引與實務（Public Enforcement and Corporate Governance in Asia: Guidance and Good Practices）」。另為因應亞洲各國家族事業之特徵與接班議題，論壇於 2014 年組成「家族企業公司治理任務小組」，由 OECD 聘請顧問彙整各國家族企業資料，並透過圓桌論壇之討論、經驗分享，最後製作政策建議，供各國未來制定公司治理政策或執法時之參考。本次論壇召開前，OECD 於 2016 年 5 月就亞洲交易所在公司治理之角色進行問卷調查，並就問卷回復結

果將撰擬 2017 年「亞洲交易所在公司治理之角色」(The Role of Stock Exchanges in Corporate Governance in Asia) 初步報告，提供各國參考。

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，來自 24 個國家。

我國參加人員除本會代表出席外，尚有臺灣證券交易所治理部鄭經理村及黃專員于珊等出席。此外，本會代表胡專門委員則華參與第二場討論議題「亞洲資本市場近況與新興成長企業籌資」，擔任與談人，分享臺灣 GISA 創櫃板之特色與經驗；臺灣證交所公司治理部鄭經理村則參與第六場討論議題「亞洲交易所在公司治理的角色」，擔任與談人，分享臺灣近期公司治理措施及成果，均已提升臺灣在推動公司治理之國際形象與知名度。



我國參加論壇之代表合影

第二章 出席圓桌論壇紀要

本次會議由韓國司法部及 OECD 聯合主辦，並依往例由日本政府贊助。討論主題包括（一）韓國公司治理近期發展情況、（二）亞洲資本市場近況與新興成長企業籌資、（三）公部門執法、行為經濟學及主管機關的治理、（四）亞洲公司治理未來發展、（五）亞洲最終受益人股權及控制權之揭露，及（六）亞洲交易所在公司治理的角色。以下分就各主題重點摘述。

一、韓國公司治理近期發展情況

（一）自 1997 年亞洲金融風暴，IMF 挹注韓國後啟動改革

1. 韓國於 2000 年引進外部董事及審計委員會制度，惟迄今韓國內部仍有外部董事及審計委員會制度實行有效性是否有效發揮監督功能而非僅為橡皮圖章之爭議。
2. 自 2009 年起引進電子投票制度，當上市公司選舉董監事時，得選擇以電子投票方式為之，自 2010 至 2016 年 6 月，僅 40% 公司引進，0.9% 股東使用電子投票。
3. 2001 年引進持有 95% 股權之控制股東，以現金作為(合併)對價，令少數股東喪失股東地位，以取得公司完整控制權之制度 (Squeeze-out right)，2016 年 Samsung 壽險即以此制度強迫 Samsung 資產公司退出經營，本案是否有效仍在訴訟中。
4. 1999 年 KCGS (Korean Corporate Governance Service) 發布公司治理實務守則，並於 2013 及 2016 年修正，採取遵循或解釋 (comply or explain) 制度。

（二）韓國資本市場之公司治理

1. 會計制度：
 - ① 韓國上市公司自 2011 年起全面採用 IFRS 會計原則。
 - ② 近來韓國法院越來越強調外部董事、承銷商、會計師等就財

報不實之責任，最高法院近來判決外部董事就年報不實案件負連帶責任。

2. 投票制度：

①韓國尚未發布機構投資人盡職治理守則，惟依韓國法令，機構投資人應為投資人利益善盡投票責任，並加以揭露，但實務上韓國資產管理公司多與大企業間有相互持股或業務往來關係。

②韓國政府退休基金雖無相關投票原則規定，惟其於投資時會考量 ESG(環境、社會、治理)等相關原則，以促進永續發展。

3. 資訊揭露：

韓國公司應於年報揭露公司治理相關訊息，包含以下項目：

①高階經理人薪酬及計算方法。

②公司組織，包含董事會及關係企業架構。

③股東相關項目。

④高階經理人及員工相關議題。

⑤關係人交易。

⑥公司之財務業務報告。

⑦會計師簽證意見。

4. 韓國交易所角色

①藉由上市契約規範上市公司關於外部董事、審計委員會、內稽內控制度及公司治理揭露等項目。

②揭露資產管理公司就所投資公司投票權之實施。

③評估上市公司實施 KCGS 發布之公司治理實務守則實施結果。

(三) 結論及未來展望

1. 韓國一直以來在亞洲 11 國之公司治理評鑑 (CG WATCH) 名列第 8，近 2 年更因經濟狀況不佳，大財團反對等因素，更不利

公司治理推動。

2. 主管機關積極推動銀行等金融機構之公司治理改革，如推動外部董事及審計委員會，並大力推動反貪腐法規，進一步應積極推行機構投資人盡職治理守則(Stewardship Code)促進股東行動主義。

二、亞洲資本市場近況與新興成長企業籌資

(一) 新興成長企業籌資

1. 全球 IPO 市場由歐美轉移至亞洲，1994 至 2000 年亞洲 IPO 僅占全球 23%；2008 至 2015 年亞洲 IPO 成長至全球 47%，其中尤以大陸公司佔大多數。
2. 企業上市後，37% 中小型公司、41% 大型公司藉由 SPO 籌資，市場遠大於 IPO，另 87% 新興市場公司藉由發行公司債籌資。
3. 上市成本對中小型公司仍高，尤其承銷費用為大宗，主管機關或可考慮採用對中小型公司採用較寬鬆的上市及公司治理標準，以協助中小型企業於資本市場籌資。

(二) 日本公司治理改革成效及新興企業之籌資

1. 日本於 2014 年發布機構投資人盡職治理守則(Stewardship Code)，目前已有 213 家機構投資人簽署，其中 90% 遵守 Stewardship Code 各項原則。
2. 日本於 2015 年發布公司治理實務守則，在東京證券交易所市場第一部及市場第二部上市公司應遵守 73 條守則，在 Mothers 及 JASDAQ(二者均類似我國興櫃市場)上市之中小公司只須遵守 5 項基本守則。
3. 截至 2016 年 7 月，2,662 家於東京證券交易所市場第一部及市場第二部上市之公司已揭露其遵守公司治理實務守則狀況，相較於 2015 年，已大幅增加 404 家；另 79.7% 東京證券交易所 1 板上市公司已指派 2 人以上獨立董事，相較於 2015 年，已大幅增加 31.3%。
4. 自 2015 年發布公司治理實務守則以來，不僅東京證券交易所市場第一部及市場第二部上市公司大幅增加公司治理報告及獨立董事人數，在 Mothers 及 JASDAQ 上市之中小公司亦大幅增

加公司治理報告及獨立董事人數。

5. 自 2012 年安倍公司治理改革後，日本上市公司之 ROE 大幅上升至 8.2%(相較於 2012 年 5.8%)，工資也提高，公司的表現亦屢創新高。
6. 日本創投業投資金額於 2009 年跌到谷底後，至 2015 年創投投資金額成長 11.2%，被投資新興成長企業亦成長 19.9%，然而日本創投事業佔全體 GDP 僅 4.5%，較歐美仍低。有鑑於此，日本政府於各地舉辦說明會，邀請在地創業者交換意見，並吸引民眾投資當地企業。
7. 日本新興成長企業大部分仍自銀行借貸取得資金，自資本市場籌資之比率低於 2%，有鑑於此，日本政府推動政策，要求金融機構以借貸企業之未來成長性做為評估借貸金額之方式之一。

(三) 臺灣 GISA 創櫃板之特色及經驗

主持人 Mr. Thomas Krantz 指出臺灣在協助中小企業籌資方面相當努力且成功，請本會代表胡專門委員則華分享臺灣 GISA 創櫃板。



本會代表胡專門委員則華擔任與談人

1. 依據經濟部的統計，截至 2015 年底，中小企業家數約有 138 萬家，占登記之公司約 97.7%，可見臺灣有為數眾多之微型及中小企業。過去 10 年，我國產業已由純製造業轉型至 ICT、生技及醫療業，同時文創業也迅速成長中。
2. 完整證券市場包含集中市場及櫃檯買賣市場，為提供不同資產規模及發展階段之公司取得資金，本會請證交所及櫃買中心建置多層次市場：
 - (1) 上市公司：證交所鼓勵較大型、具有較佳獲利能力及股權分散之公司上市，目前約有 883 家公司。
 - (2) 上櫃公司：相較於上市公司，上櫃公司資產規模較小，獲利能力亦較上市公司為低，目前約有 730 家公司。
 - (3) 興櫃公司：被定義為上市、上櫃前之預備市場，除了需公開發行外，僅需遵守相當少的規定，且交易係採議價，目前約有 274 家公司。
 - (4) 創櫃公司：專門提供給非公開發行公司，規模較小、具創意之企業，做為以股權募資平台，目前約有 230 家公司登錄。
3. 公司透過「創櫃板」籌資之助益
 - (1) 免辦理公開發行
現行公司進入資本市場前須先補辦公開發行，其財報須經會計師查核簽證、建置內部控制制度並取得會計師出具內控專案審查報告等，但上述規定對微型創新企業而言均為甚高之成本負擔，而登錄創櫃板並無需補辦公開發行，可節省公司成本。
 - (2) 免費享有公設聯合輔導
微型創新企業因資本額通常甚小而欠缺資金，倘要尋求證券承銷商、會計師等中介機構協助輔導建置相關制度，對其成本負擔可能甚鉅，而登錄創櫃板前之「公設聯合輔導機制」，提供微型創新企業會計、內控、行銷及法制等輔導，

並輔導公司建置簡易內部控制及會計制度，並落實公司治理。

(3) 籌資成本低

創櫃板提供籌資功能，讓微型企業可以較低之成本募得營運所需資金。

(4) 擴大營運規模提升知名度

微型企業登錄創櫃板除可募集資金擴大營運規模，亦可提升公司知名度，有利於招募優秀人才、拓展行銷通路，進而提昇公司之競爭力，維持企業永續經營。

邑錡公司為首家櫃買中心創櫃板籌資後一路轉上櫃的成功案例，主要生產縮時攝影相機，可廣泛應用於安控、生產履歷、紀錄等創新應用的邑錡公司，掌握為縮攝影關鍵技術產品在線上購物網站 Amazon(亞馬遜)獲 4 顆星好評，成功藉由創櫃板籌資，於 2015 年底轉為上櫃公司。

4. 未來展望：相較於我國中小企業之數量，我國創櫃板還有很大的成長空間，此外，目前該板並無交易功能，本會會再觀察企業運用創櫃板之情形，適時調整相關措施。

三、主管機關的治理、公部門執法及行為經濟學

按本次論壇提供 OECD 於 2014 年出版之「亞洲公部門執法與公司治理守則及最佳實務」(Public Enforcement and Corporate Governance in Asia: Guidance and Good Practices)，該報告內容係以(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)跨國執法等六大部分，提出最佳實務與建議。該報告係 OECD 於 2013 年組成「執法工作小組」，並以孟加拉、中國、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、越南及臺灣等 14 個亞洲國家執法相關事項進行調查及提出最佳實務與建議，各國回覆之問卷為基礎，輔以與香港、新加坡及泰國等國家之溝通訪談結果。

依據該報告提出各項建議內容，例如(1)有關法規架構內容包括①對關係人交易(related-party transactions)應有全面的要求，以防止濫用和懲罰不法行為者，這些要求應為揭露和設定明確的獲准門檻，並含確保交易成本合理性的程序、②持股達一定門檻，應揭露最終受益人(beneficial owners)、③強調董事誠信原則(fiduciary duties)；(2)有關執法單位部分包括①簽訂 MOU，並應頻繁舉行會議討論執法問題、且②資訊請求應透明和有效的處理、③警方或檢察官應設有專門部門，負責調查和對違反證券法規者，提起刑事訴訟；(3)法定監管機構應具備起訴權；(4)建議應設立專門的商業法庭(specialized business courts)，並有足夠報酬的法官和檢察官，專門針對資本市場法律和程序進行培訓，使他們能夠有效地起訴和處置複雜的案件等。

另外，在過去 5 年中，政策制定者已經漸漸知道將行為數據運用到制定政策的重要性。行為經濟學(Behavioral Economics)已經迅速地從經濟政策分析推向政策主流，並且有越來越多的行為經

濟學研究協助世界各國政策制定者，以人們實際而非假設的行為作為基礎，去進行更好地監管。何謂行為經濟學，依據 OECD 的解釋，是對人類經濟決策和活動的研究。人們為什麼做某些行動？他們在哪些情況下如何行動？小至產品品牌的選擇，大至人生決策(例如理解為什麼有些人購買健康保險、養老金和做出某些健康決定等)，都是行為經濟學的範疇。

OECD 一直致力於透過對人類行為的了解，協助政府和監理機關制定政策，並期許公民能為自己做出更好的決策和行動。政府和監理機關使用行為經濟學已經是全球趨勢，最顯著的是在英國和美國，最近在澳大利亞、加拿大、哥倫比亞、丹麥、德國、以色列、荷蘭、新西蘭、挪威、新加坡、南非洲、土耳其和歐盟等國家也已開始運用。

依據 OECD 於 2014 年出版之「監理政策與行為經濟」(Regulatory Policy and Behavioral Economics)提到，成本效益分析及法規影響評估(Regulatory Impact Assessment)需要大量資源，且須針對特定政策產生之影響以可靠的估計方式進行，此作法最終可提供中長期的解決方案。行為方法(behavioral approach)則是一個在證據、理論與政策間動態互動的介面，可讓經濟單位在不同背景做決策時，激發更多想法，以優化決策制定的過程與結果。

此報告著重在解釋行為經濟學如何被應用於法規設計與訂定規範，並強調行為經濟學可能對於整體政策的制訂有更概括性的影響。報告中提及，規則及執法不僅會影響受規範人民的行為，規則本身也顯示政策制定者所受環境的影響。相對的，法律規範也會影響環境，制定良好的規範能提升決策者所處環境的品質。因此，行為經濟學可以幫助政府單位了解，良好的法律規範並不只是限制人們的行為，更是一個達到正向結果的協調因素。行為經濟學從一門被邊緣化的子學科，逐漸以令人驚豔的速度被納入主流討論的範圍，並持續促使政策決策者思考，政策能做甚麼或不能夠做甚麼，以幫

助他們做出更好的決策。



本次論壇主辦單位(OECD)及主辦國(韓國)相關人員合影

四、亞洲公司治理未來發展

(一) 技術和創新對公司治理前景的影響—數位金融

1. **區塊鏈技術 (Blockchain)** 是新的密碼學應用，創建更準確、安全和透明的紀錄保存能力。目前已著手進行的交易所包括美國 Nasdaq、日本、韓國等交易所，而澳大利亞、美國芝加哥商品交易所集團、德意志交易所、英國倫敦交易所等亦投入研究。根據摩根史坦利的研究，預計區塊鏈在 2025 年會被金融機構廣泛使用。至於在未來 5-10 年，區塊鏈技術對公司治理之影響，與會人員分享如下：

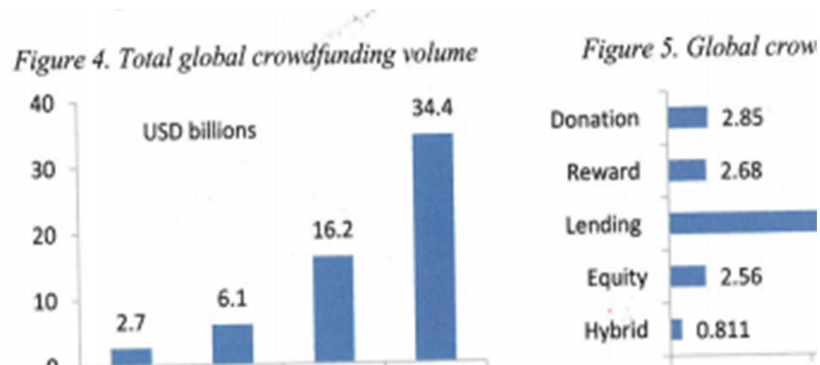
(1) 區塊鏈技術之低成本、更準確的紀錄和更透明的股權架構，將有效拉近公司與股東間的距離，並有助於提升企業透明度與營運效率。例如內部人的買賣可以被市場檢測，股東投票變得可靠和頻繁，也可降低「空股投票(empty voting)」(「空股投票」是指股東的表決權遠超過自身在公司擁有的股權，換言之該股東的表決權與其股權「脫鉤」)的情形，及解決投票結果不準確等問題。

(2) 對於企業之各項公開資訊，也可透過區塊鏈技術讓市場獲取更多財務訊息，並使用審計軟體對報告書自動審查，減少人工審查的時間和資源，實現更穩健的公司會計和法遵，提高監管機構的執法，有效改善公司治理。

2. **股權群眾募資(Equity Crowdfunding；簡稱股權群募)**是一種以股權從群眾募集資金的技術，每個人提供少量所需的資金，而非從一小部分的專業投資者(如天使基金、風險資本家)處取得。值得注意的是，群募不需要遵守如同上市公司所要求的嚴格會計準則，且群募投資者多為無經驗者。

(1) 根據 Massolution(2015)報告，2015 年全球群募市場總額為 344 億美元，其中 25.6 億美元用於股權群募(同期創投市場

有 300 億美元)。在 2015 年有超過 1,205 個群募平臺建置，較 2014 年的 450 個顯著增加。



(2) 在亞洲，股權群募還是個新興市場，以大陸和馬來西亞發展最快。至於監管的態度，在美國的 JOBS 法案¹通過後，亞洲各地的監理機關也開始修訂法規和接納股權群募。例如馬來西亞、新加坡、大陸、泰國、印度和印尼。

(3) 在未來 5-10 年股權群募對公司治理之影響：由於股權群募的資金是廣泛地來自一群無投資經驗的投資者，因此需要特定法律架構來保護。較分散的股東結構，導致凝聚力不足和較少的集體思維或許對公司治理有所影響。

(二) 環境壓力對公司治理前景的影響

1. 經濟成長或許有助於數百萬人民脫離貧困，但伴隨的卻是對環境造成沉重的壓力。今日的消費模式導致空氣汙染、水資源短缺和廢物產生，威脅到人類健康；對自然資源、化石燃料及農業需求增加，導致環境退化和生物多樣性的喪失。在過去兩年，

¹美國對群募的監管嘗試始於 2012 年，總統歐巴馬於當年 1 月簽訂了《促進創業企業融資法案》(Jumpstart Our Business Startups Act)，即著名的「JOBS 法案」。這部法律確立了群募平台作為新型金融中介的合法性，明確了平台權利與義務的基本原則，為群募行業的發展提供了前瞻性監管指引。JOBS 法案對監管主要體現為「有限度的豁免與平台備案」，具體內容包括以下幾個方面：

1. 平台的認定與註冊豁免：證券發行機構銷售給任何單個投資者的證券涉及的總金額（包括交易發生前 12 個月內以及本段規定的豁免權相關聯的所有交易金額）應不超過：(i) 2000 美元或該投資者 5% 年收入或淨值（以較大者為準）（如適用），如果投資者年收入和淨值均不超過 10 萬美元；(ii) 該投資者 10% 年收入或淨值（如適用），最多不超過 10 萬美元，如果投資者年收入和淨值達到或超過 10 萬美元；
2. 平台的限制：1) 對群募平台的資格認定 2) 對平台的業務範圍限定 3) 對平台的內部人員限制 4) 對平台的信息披露要求（原文網址：<https://read01.com/xDKAA8.html>）

已有一些證券交易所針對上市公司引進永續報告規範，以促使其在公司治理架構內，改善對環境及社會責任議題之揭露。

2. 亞洲各國政府和交易所的因應：

- (1) 印度在 2013 年公司法規定企業必須①設立社會責任(CSR)委員會、②制定企業社會責任(CSR)政策、③揭露和報告 CSR 活動、④三年平均淨利潤至少 2%用於 CSR。
- (2) 亞洲公司也面臨來自機構投資人或客戶的壓力，例如投資人要求種植棕櫚樹的業者遵守更嚴格的環境標準，以抑制東南亞森林的濫伐。以挪威為例，其 8,700 億美元的政府退休基金於 2015 年拒絕投資四個亞洲最大的公司，反應其對這些公司種植棕櫚樹危害環境的擔心。
- (3) 各國交易所也發起了鼓勵 ESG(環境、社會、治理)報告的相關措施，如 2015 年香港交易所將 ESG 報告提升為遵循或解釋(comply or explain)；馬來西亞交易所也推出新的永續發展政策、發布 ESG 報告指南；新加坡建立了永續發展指數。

3. 在未來 5-10 年環境壓力對公司治理之影響：

- (1) 強調執法，增加 ESG 報告及董事會設置專門的永續發展委員會等。
- (2) 另對亞洲而言，文化的轉變是必要的，應確保監督機關關注環保議題，並確實實施高標準和健全的公司治理措施。

(三) 全球價值鏈對公司治理前景的影響

1. 全球價值鏈(Global values chains)是指企業承諾將產品或服務從概念到最終消費者使用的全部活動。從治理的角度來看，全球價值鏈有四種基本類型：國際供應市場、生產者驅動網絡、買方驅動網絡、綜合企業。亞洲經濟處於生產全球化和全球價值鏈生產的前端，且為最重要的參與者之一。
2. 建立健全的公司治理是確保經營效率和與客戶行為間建立信任

關係的關鍵因素之一。根據亞洲開發銀行 2015 年研究顯示，公司治理為解釋亞洲中小型企業有效參與全球價值鏈的關鍵成功因素之一，而在調查的 200 家公司中，有近 60% 的公司表示公司治理屬於「重要貢獻」(critically contributed)或「有所貢獻」(somewhat contributed)。此外，新的國際自由貿易協定可能對亞洲公司治理產生影響，例如 TPP、RCEP，雖尚未批准或尚在談判中，但隨著新的貿易協定出現，有可能推動更強調針對區域性的公司治理標準。

五、亞洲最終受益人股權及控制權之揭露

(一) 2016 年 OECD 發布上市公司最終受益人股權揭露報告
(Disclosure of Beneficial Ownership & Control in Listed Companies in Asian)

1. 2014 年 11 月 OECD 針對孟、中、臺、港、馬、蒙、巴、菲、星、泰 10 國發送「上市公司最終受益人股權揭露」問卷所得最佳實務作法。
2. 2015 年 G20/OECD 公司治理原則，原則五「揭露與透明」提到，應揭露之重大資訊包括最終受益人股權，至少主管機關或執法機關應能取得。

(二) 屬於應揭露之最終受益人及控制權資訊？

1. 董事及高階經理人

- (1) 最佳實務：不論持股多少，均應揭露（臺灣）。
- (2) 新加坡：限有持股之董事及 CEO 才要申報。

2. 持股²達一定比例之大股東

- (1) 最佳實務：大股東(substantial shareholders)指持股達 5% 者
- (2) 5%：中、港、馬、星、泰。
- (3) 10%：孟、臺、巴。
- (4) 5%、10%：菲（區分持股比例申報時間不同）。

3. 主要股東

- (1) 最佳實務：上市公司應依規定於年報揭露主要股東(major shareholders)。
- (2) 只揭露最大股東：菲、泰。
- (3) 5%或前 10 大股東：臺。

²「持股」指有投票權之股份：港馬星泰，指所有股份：孟中臺巴菲。

(三) 最終受益人範圍：

- (1) 配偶及未成年子女之持股。
- (2) 間接持股、利用他人名義持股。
- (3) 與他人共同持有、信託或強化控制權之協議，使得持股達 5 % (或 10%)。

(四) 主要市場對於內部人配偶及未成年子女分別利用他人名義持有者之股權變動申報規範比較：

項目	關於配偶以及未成年子女之規定	配偶及未成年子女利用他人名義之規定	利用他人名義持有卻未申報之罰則
臺灣	證交法第 22 條之 2 第 3 項：「第一項之人持有之股票，包括其配偶、未成年子女及利用他人名義持有者。」。	利用他人名義持有者，證交法施行細則第 2 條規定：「本法第二十二條之二第三項所定利用他人名義持有股票，指具備下列要件：一、直接或間接提供股票與他人或提供資金與他人購買股票。二、對該他人所持有之股票，具有管理、使用或處分之權益。三、該他人所持有股票之利益或損失全部或一部歸屬於本人。」。	行政罰，罰鍰。
美國	以「最終受益人」作廣泛之規範，且所謂「受益所有關係」係指因該股份受有經濟利益。	以「最終受益人」作廣泛之規範，且所謂「受益所有關係」係指因該股份受有經濟利益。	未申報者處行政罰鍰，公司未舉發亦得處罰，並可公布公司名稱。
英國	以「間接持有人」作廣泛之規範，只要實際持有，即有申報義務。	以「間接持有人」作廣泛之規範，只要實際持有，即有申報義務。	同「未申報」之罰則：行政罰、刑罰。
大陸	股權變動申報規定並不涵蓋配偶及未成年子女。	股權變動申報規定之受規範主體僅限形式股份持有人。	若非登記於董、監及高管人員名下之股份變動，則無應申報之規定，似亦無相對應之罰則。

香港	配偶或其未成年子女所持有的股份權益或空頭部位，均視為該人所有。	申報之內容包括利用他人名義持有之情形，故親屬(視為本人所有)利用他人名義持有者，本人亦應申報。	罰金或刑罰。
新加坡	透過「內線交易」之規範，將內部人的家屬(父母、兄弟姐妹、配偶、子女)納入內部人範圍而具申報義務。	信託關係亦使受託人具內部人身份，可推知利用他人名義持有亦有申報義務。	罰金，且可能有刑罰或行政罰之制裁。
日本	夫妻共同持股須合併計算，惟子女部分似可透過「實際持有」之規定涵括之。	利用他人名義持有部分亦可透過「實際持有」來規範，可間接推知親屬利用他人名義持有，本人亦須申報。	同「未申報」之罰則：行政命令(課徵金)、刑罰、罰金。

(五) 應揭露最終受益人資訊之時機

每月或取得股份後的一定天數內。

(六) 揭露最終受益人資訊之管道

變更登記、章程、公開說明書、年報、公司網站、證交所網站、給股東的通知文件。

(七) 主管機關對資訊正確性之確保

1. 比對前後期之揭露內容，並比對其他來源所得到的資訊
2. 調查及驗證已揭露資訊之正確性
3. 針對違反揭露規定者，給予罰責

(八) 執法及國內外執法機關間合作之最佳實務

1. 對於未依規揭露、情節重大且有壓迫股東之情形者，應允許股東、投資人協會或保護團體、證券交易所、主管機關發動執法措施。
2. 執法及檢察機關、監理機關、稅務機關及金融資訊單位，應共同參與調查及分享資訊。
3. 各國應增訂法規以鼓勵跨國合作與資訊分享。

(九) 違反最終受益人及控制權資訊揭露之處置措施

最佳實務：主管機關應於其網站或透過新聞稿，公布對於違規

揭露者之處置措施。

1. 懲戒(Disciplinary)、公開譴責(Public Censure, Reprimand)：中、馬、星。
 2. 行政處罰：要求補正：臺、馬；罰鍰：臺。
 3. 刑事處罰：罰金、徒刑（臺、港、馬、星、泰）。
- (十) 經檢視相關資料，我國與其他國家規範之重大差異：
1. 有關「持股達一定比例之大股東」，多數國家為5%，僅孟、臺、巴三國規範持股10%為大股東，值得我國修正證券交易法借鏡。
 2. 內部人持股之揭露時間部分，觀察各國皆已大幅縮短揭露時間之規定交易後3日內揭露，我國現行法採取事前與事後申報組合式的規制，事後申報以月份為單位作為揭露之時間要求，恐怕難有助於投資人掌握瞬息萬變之市場。

六、亞洲交易所在公司治理之角色

(一) 交易所商業模式改變

1. 歐美等已開發國家交易所原為會員制或政府機構，自從 1990 年代中期，大多交易所轉變為具營利性之股份有限公司，近年來多數歐美主要交易所均已在本身交易所上市。
2. 亞洲及新興市場：交易所多由國有公司型態組成，轉變為上市公司之腳步較慢，目前多為營利性質之股份有限公司。上海交易所及深圳交易所等大型交易所仍為直接由政府控制之會員制交易所。
3. 資本市場分散趨勢：美國於 2005 年發佈 Regulation NMS 鼓勵交易市場間之競爭，歐盟也於 2007 年發佈 MiFID 1，促成場外交易盛行。以美國為例，在紐約證券交易所上市股票，在 2015 年僅 33% 係於該交易所交易，36% 於其他交易所交易，31% 係於場外交易。在 NASDAQ 證券交易所上市股票，在 2015 年僅 31% 係於該交易所交易，34% 於其他交易所交易，35% 係於場外交易。除場外交易佔美國交易市場達 33%，黑池交易也佔整體市場達 42%，在美國的黑池交易亦有可能在交易所進行，只要是未揭露交易前相關資訊者，均屬黑池交易。

(二) 亞洲交易所在公司治理之角色

OECD 於 2016 年 5 月就亞洲交易所在公司治理之角色進行問卷調查，OECD 並就問卷回復結果撰擬 2017 年「亞洲交易所在公司治理之角色」初步報告，並於本次年會中就此議題進行專題討論，由臺灣證交所公司治理部鄭村經理擔任與談人，分享臺灣在推動公司治理之經驗。



臺灣證交所公司治理部鄭村經理擔任與談人

OECD 並於會後舉行「交易所在公司治理的角色」工作小組會議，臺灣證交所代表除積極參與討論，另提供我國實務運作供 OECD 就 2017 年出版之「交易所在公司治理的角色」分析報告提供最佳實務守則建議。OECD「亞洲交易所在公司治理之角色」初步報告及工作小組會議分別從交易所之法規架構 (Regulatory framework of stock exchanges)、揭露及透明度 (Disclosure and transparency)、監管及監理 (Supervision and monitoring)、強制執行力 (Enforcement powers)，及公司治理生態系統 (The corporate governance ecosystem) 等 5 個面向討論亞洲交易所在公司治理之角色，茲將專題討論重點分述如下：

1. 交易所之法規架構：

亞洲向來公司治理之推動均為政府主導由上而下的模式，法規架構區分為公司法、證交法及上市規則三大層次，除大陸、越南、印度、孟加拉、巴基斯坦及菲律賓等發展國家，大多數國家之交易所均擔負發佈上市規定、守則及日常監理之角色，與主管機關相輔相成。

2. 揭露及透明度：

- (1) 為平等對待股東及確保市場公正性，上市公司之資訊揭露為公司治理重大之一環。問卷調查顯示，臺灣、香港、星、馬及泰國等國就資訊揭露均有完整規範，且揭露品質較佳。相對而言，其他亞洲國家缺乏完整資訊揭露規範，例如印尼僅要求上市公司揭露 ASEAN Corporate Governance Scorecard 中相關項目，有關股權結構、關係人交易、董監薪酬及審計費用等資訊均付之闕如。
- (2) 亞洲國家多會面臨中小型上市公司反映此訊息揭露要求大幅增加公司成本。有鑑於此，香港、新加坡、馬來西亞交易所定期會就上市公司揭露項目，發佈上市公司公司治理實務守則遵循報告，並公告於網站，馬來西亞交易所更進一步會就個別公司提供個別公司治理評估報告。

3. 監管及監理：

- (1) 亞洲交易所經常扮演第一線的規範者，以確保市場具公平性、有秩序且資訊充足。然而亞洲各國有不同的執行方式，有些交易所是依據自身規則進行監理，如香港、新加坡、韓國、馬來西亞、臺灣、泰國和印尼；有些則是擔負著重要監督角色並提報違規者給證券主管機關，例如孟加拉、大陸、印度、巴基斯坦、菲律賓和越南。
- (2) 亞洲公司治理守則的性質越來越多以「遵守或解釋」為基礎，使得各國交易所的監理相對地變得重要，多數亞洲交易所均有專責部門負責上市公司監理。

4. 強制執行力：除了孟加拉、巴基斯坦及越南交易所外，其餘亞洲交易所大多對違反上市規則的公司有強制執行力，但是多數交易所沒有足夠的權利對違反規則的個人有強制執行力，亦不能強制取得證據，例如揭露股東結構，而大部交易所對違反規則的上市公司多處以罰款或暫停交易，而少見終止上市。強制

執行力是交易所最容易在市場上被查覺的強大衝擊，而太晚或無力的強制執行力就沒有防止的效果，所以交易所應快速、獨立、無好惡地執行權力。

5. 公司治理生態系統

(1) 推動好的公司治理及強化公司治理文化不可能僅由交易所來完成。就此觀點，交易所必須由強大的公司治理生態系統來支持，即交易所需與生態系統中的主要夥伴共同合作，來改善市場的公司治理文化。由於董事責任逐漸增加，如何使其作好準備以處理艱難的工作是重要的。董事進修訓練即是一種方式。

(2) 吸引機構投資人參與，發佈機構投資人盡職治理守則：

另一個重要議題是吸引機構投資者參與強化公司治理。目前香港、馬來西亞和臺灣已經發佈了「機構投資人盡職治理守則(Stewardship Code)」。⁹OECD 公司治理原則指出，投資者，特別是機構投資者在促進良好的公司治理實踐中應能發揮作用。原則中期望機構投資者在受託能力內揭露其整體公司治理和投票政策，以及如何管理利益衝突。

馬來西亞於 2014 年發布 Stewardship Code，但因缺乏地方基金對守則的支持，迄今實施成效不佳，故從馬來西亞治理守則中學到的教訓是，在啟動任何治理守則或原則之前，是需要有當地基金的支持和承諾。反觀臺灣，在守則發布前已舉行公聽會及投信業者說明會等，2016 年 6 月發佈迄至同年 12 月底，已有包含 4 大基金等 32 家國內外機構投資人簽署。

第三章 心得感想及建議

一、制定政策時可多參考公司或投資人行為數據，並聽取多數人意見

本次會議第三場討論公部門執法、行為經濟學及主管機關的治理。依據 OECD 的研究，政府官員過去幾年漸漸發現，若在制定政策時運用行為學相關證據，會讓政策及後續的執行更為順暢。

傳統經濟學認為人是理性的，會在決策前思考自身的利益，並做最有利的判斷與行動，但這樣的假設是謬誤且簡化了人的因素。人會因為情緒、環境、他人的觀感等做出經濟學上認為不理性的決策與舉動。以股市投資人為例，其在集體焦慮、憤怒或興奮等情緒之影響下，會衝動買進或賣出，因此產生股價戲劇性飆漲或狂跌之情形。此外，許多行為經濟學或行為財務學的研究亦顯示(例如 Odean (1998), Shefrin and Statman (1985))，投資人會將股市獲利歸因於本身的專業，而將虧損歸因於運氣不好或外在事件；他們投資時偏好關注一致性的說法，忽略有爭議的議題；只依以往經驗來判斷未來可能的結果；僅有少量獲利就會了結資產，但即便損失重大也不傾向賣出；他們偏好熟悉的投資方式，不願嘗試新形態但報酬更好的投資機會等。這些都顯示人並非理性，因此效率市場並非存在。

再以各國政府要求上市公司揭露資訊為例。隨著企業面臨全球化的環境與競爭、跨國交易與轉投資、組織架構改變等的情況愈趨普遍、其因應業務發展所進行之交易或金融商品投資也愈趨複雜。考量企業各行為動向都牽動股價與投資人權益，因此各國政府多要求上市公司充分即時地揭露相關資訊。然而當公司揭露之資訊越來越多時，投資人面對大量資訊反而無法消化，或者甚至忽略，導致企業一方面耗費成本揭露，一方面仍無法將重要訊息傳遞予投資人。

為避免投資人負荷過多資訊無法處理，進而降低資訊揭露政

策的用意，歐洲近來研議要求會計師應於查核或核閱財務報告後，出具一頁審查意見書，以協助投資人盡速掌握所投資公司之財務狀況。此一措施，即是利用所蒐集的行為數據做為參考，並於制定政策時考量人的心理層面。

政府在制定政策時，有時也並非全然理性。行為財政學相關研究也顯示(例如 Choi and Pritchard (2003) 及 Gilovich, Vallone and Tversky (1985) 等)政府單位傾向將注意力放在最近發生之事件上或立即可取得之資訊上，進而發生過度反應的行為。此外政府單位亦可能因近期多起相似事件的發生，而將原本隨機的事件以相同模式處理。另研究也顯示，政府為彰顯其對法令制度的努力，會拒絕承認政策上的弱點或缺失，或者認為大眾對政策的看法與自己相同等，此種偏誤可能導致政府不願改變現狀。

政府政策影響民眾甚鉅，不僅企業需花費人力、時間準備因應，投資人的心態、交易行為等亦會隨之改變。如果政策錯誤更可能讓資源錯置，且回復到原本狀態的時間更長。因此政策制定者平時應盡量蒐集相關行為數據，亦即運用大數據應用分析(例如：投資人交易股票行為分析)，並於擬訂政策時，參考該等資訊、分析對利害關係人之優缺點與所受影響，及多方徵詢相關人員之意見，如此政策推動便能達到原本政策目標且提高實施之成功率(註⁵)。

二、持續強化要求上市上櫃公司揭露最終受益人股權及控制權資訊

本次會議第六場討論最終受益人及控制人資訊的揭露。OECD 針對此議題已討論許多年，據其表示，亞洲國家上市公司對外揭露之相關資訊，仍無法令投資人清楚判斷公司最終受益人為何，因此

⁵備註:Terrence Odean (1998), *Are Investors Reluctant to Realize their Losses?*, 53 J. Fin. 1775.

Hersh Shefrin and Meir Statman (1985), *The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence*, J. Fin. 777.

Stephen J. Choi and A. C. Pritchard (2003), *Behavioral Economics and the SEC*, working paper, John M. Olin Center for Law and Economics, University of Michigan.

Thomas Gilovich, Robert Vallone and Amos Tversky (1985), *The Hot Hand in Basketball: On the Misperception of Random Sequences*, 17 Cognitive Psychol. 295.

其透過圓桌會議、政策建議報告等，希望亞洲國家能提升此部分之透明度。

上市櫃公司最終受益人對投資人來說係重要的資訊，主因企業經營的良窳，仰賴經營階層的誠信及是否有永續發展的決心。透過了解上市櫃公司的最終受益人，投資人可知悉掌控公司營運決策的最終控制人，進而了解其專業、兼職、人格特質、領導力等，作為是否投資之參考。如該上市公司為家族企業，且揭露其接班人選與相關規劃等，也可增加投資人對該企業之信心，及對該企業的投資。此類資訊對不熟悉該市場的外資投資人亦非常重要，因為其對當地政商環境較不熟悉，若透過搜尋引擎尋找相關資訊，可能面臨資訊不正確或誤導之情況，是以若公司主動揭露，則可協助投資人迅速了解公司股權結構及控制關係。

對監理單位而言，上市櫃公司最終受益人資訊，亦是其監理不可或缺的資料。監理單位可以透過該資訊知悉公司控制架構、了解其經營發生變動的可能性，進而協助其判斷是否需及早監視內部人股權異動、避免系統性風險、防止可能之社會問題、防制洗錢等。尤其目前跨國及兩岸轉投資、併購案件增加，監理單位如能掌握上市櫃公司最終受益人資訊，則更容易判斷企業之動向及對產業之影響。

依據 OECD 之政策建議，上市公司應揭露持股 5% 以上之股東，且其股權變動應立即揭露。目前亞洲地區如香港、新加坡、大陸、馬來西亞、泰國等，均規範持股 5% 以上之股東必須揭露其股權，至變動情形應揭露之時限則為變動後 2 天至 7 天不等。

我國目前係於證券交易法第 43 條之 1、第 22 條之 2 及第 25 條規範，任何人取得任一公開發行公司已發行股份總額超過 10% 之股份者，應於取得後 10 日內，向主管機關申報其取得股份之目的、資金來源及應申報事項，申報事項如有變動時，並隨時補正；超過股份總額 10% 之股東，其股票之轉讓應向主管機關申報之日

起 3 日後為之，並由公司於每月 15 日前彙總向主管機關申報時股變動情形。另於公開發行公司年報應行記載事項準則第 10 條及第 11 條規定，公司應揭露最近年度及截至年報刊印日止，持股比例超過 10% 之股東股權移轉及股權質押變動情形，以及股權比例達 5% 以上之股東或股權比例占前 10 名之股東名稱、持股數額及比例。如前 10 名股東屬法人股東者，應註明法人股東名稱及該法人之股東持股比例占前 10 名股東之名稱及其持股比例。

本次本會出席人員在會場請教馬來西亞如何規範最終受益人之資訊揭露。其證管會出席代表表示，馬來西亞公司法規定公司必須向登記處申報具有投票權之股東其背後之受託人(trustee)或最終受益人(beneficial owner)；如係受託人，則必須揭露信託人之姓名及其相關權益。另在證券交易法中規定最終受益權人應在集保開戶後始得交易。

相較於亞洲其他國家，我國要求應揭露持股之大股東，係以持股 10% 為標準，且該持股僅計算「股票」，尚不包含存託憑證等，另其持股變動採事先申報、事後彙總申報。又以年報揭露持股達 5% 及持股比例占前 10 名之股東情形來看，依據證交所研究，目前約有 1,600 家上市櫃(興櫃)公司第 10 大股東持股少於公司已發行股份 5%，523 家上市櫃(興櫃)公司第 10 大股東持股少於公司已發行股份 1%，因此本會要求公司於年報中揭露前 10 名股東名稱及持股比例，所揭露之程度更深。然而 OECD 及亞洲公司治理協會已多次向本會反映應比照其他國家將應揭露持股及其變動性情形之門檻調降為 5%，又我國年報編製準則雖規範持股 5% 以上之股東應揭露其名稱及股權等資訊，惟該等資訊係年度資料，不具即時性，是以建議未來亦可參酌亞洲其他國家之相關規範及作法，持續研議修正證交法或其他規章之可行性，以落實最終受益人之揭露。