

【專題二】



臺灣公司治理新動態— 兼論 2023 年亞洲公司治理協會報告

李志偉（證期局專員）

壹、前言

亞洲公司治理協會（The Asian Corporate Governance Association, 下稱 ACGA）自 2003 年起與里昂證券共同研究，針對亞洲地區 12 個市場之公司治理制度與執行進行評估並出具公司治理評鑑報告（CG Watch），提供建議予投資人、公司及主管機關參考。最近一屆 CG Watch 以七大構面，細分為 108 個指標問題，對亞洲 12 個市場進行評比，七大構面分別為「政府與公共治理（Government & Public Governance）」、「監管機構（Regulators）」、「公司治理規範（CG Rules）」、「上市公司（Listed Companies）」、「投資人（Investors）」、「審計與審計監管機構（Auditors & Audit Regulators）」及「公民社會與媒體（Civil Society & Media）」。

ACGA 於 2023 年 12 月 13 日公布 CG WATCH 2023 評比結果，在 12 個亞洲市場評比中，臺灣排名與新加坡並列第三，僅次於澳洲及日本，得分為 62.8 分，此成績不僅延續了 2020 年的最佳表現，更進一步提升一個名次，展現出臺灣在公司治理方面的持續進步與努力成果。

金融監督管理委員會（下稱金管會）自 2013 年以來，透過發布數版公司治理藍圖，逐步完善我國公司治理架構與制度：2013 年 12 月推出第一版「強化我國公司治理藍圖（2013-2017）」、2018 年 4 月發布第二版「新版公司治理藍圖（2018-2020）」，2020 年 8 月發布第三版「公司治理 3.0—永續發展藍圖（2021-2023）」，在這 10 年間陸續推動完善各項公司治理制度與改革措施，包括成立公司治理中心、舉辦公司治理評鑑、發布公司治理指數及永續指數、引導上市櫃公司設置獨立董事、審計委員會及薪酬委員會、導入公司治理主管制度、發布機構投資人盡職治理守則及建置機構投資人盡職治理公開評比機制等，對於我國公司治理文化之落實奠定穩固的基礎。為應對國際 ESG（環境、社會與公司治理）議題的趨勢與挑戰，金管會並於 2022 年 3 月發布「上市櫃公司永續發展路徑圖」及 2023 年 3 月推出「上市櫃公司永續發展行動方案」，引導上市櫃公司為新興 ESG 風險做好準備，及早完成溫室氣體盤查及確信，同時建構全面的企業永續發展策略，以協助上市櫃公司達成永續發展目標。

過去十年間，臺灣透過公司治理藍圖的推動，在法規完善、資訊揭露及市場運作機制等多方面取得長足進展，不僅為提升臺灣在國際公司治理評比排名奠定基礎，也為我國資本市場的透明化、公平性及競爭力帶來實質成效。

貳、從 CG WATCH 評比構面探討臺灣的表現

CG WATCH 2023 評比結果，澳洲仍被評為亞洲市場公司治理最佳的市場，但令人值得注意的是，日本自第五位躍升至第二位，ACGA 表示主要係日本的主管機關近年更加積極推動公司治理改革，如金融廳的行動計劃¹，東京

¹Action Program for Accelerating Corporate Governance Reform : From Form to Substance

證券交易所試圖提升股東價值，督促公司減少交叉持股，以及日本政府養老投資基金及國內外資產管理公司等機構投資人持續落實盡職治理的結果。

臺灣表現持續進步，排名從 2020 年的第四名上升至第三名，與新加坡並列，此次評比中，臺灣在多數構面得分均有所增長或維持穩定，尤以永續發展及審計監理等領域表現突出，ACGA 指出，臺灣率先推動上市櫃公司永續資訊的揭露及確信，另建置審計品質指標框架，2021 年成立的商業法院大幅提升商業案件的審理效率，整體而言，臺灣長期透過政府自上而下的推動策略，展現出推動改革的穩定，但未來如何在規範完善外能進一步加強實質執行效果，將是持續提升國際競爭力的關鍵。

CG WATCH 2023 評比報告也特別指出，臺灣主管機關明確的政策指引，是臺灣在本次評比中表現優異的關鍵因素，「政府與公共治理」、「監管機構」及「審計與審計監管機構」構面的評比排名均為 12 個市場中的第二名，本文將以 CG WATCH 2023 評比報告為切入點，特別聚焦於「公司治理規則」、「上市公司」及「投資人」構面，回顧我國公司治理發展的歷程，分析近期推動的政策與趨勢，並探討其他資本市場在表現優異構面的實務作法，期能為主管機關、上市櫃公司及投資人等利害關係人提供參考方向，共同提升臺灣資本市場的長期競爭力。

一、公司治理規則構面

CG WATCH 2023「公司治理規則構面」共有 24 個題項，包括 11 個資訊揭露相關問題、關係人交易制度、內線交易防範、公司治理實務守則及投資人盡職治理守則的更新、董事酬金揭露規範、提名委員會制度、股東提名董事的難易度、股東會資訊的透明度、少數股東的權利保障等議題，ACGA 目前對此構面的評分主要係關注相關規範制度是否完善，受評的 12 個市場以澳洲、馬來西亞與新加坡表現最佳。

臺灣在本構面排名為第七名，得分率自 66% 進步至 71%，受惠於

2020 年至 2023 年期間主要有以下幾項法規制度更為完備：

- (一) **大量持股揭露門檻調降為 5%：**亞洲市場多數均將大量持股揭露門檻訂為 5%，而我國證券交易法第 43 條之 1 業於 2023 年 5 月 10 日修正通過，將大量持股揭露門檻由 10% 調降為 5%，金管會考量影響層面，爰提供緩衝期以利外界因應，而自 2024 年 5 月 10 日起正式施行，且於 2024 年 1 月 30 日配合修正發布證券交易法第 43 條之 1 第 1 項取得股份申報辦法，並由紙本申報改為電子化申報，大量持股申報新制將有助提升股權資訊透明度並提升我國公司治理水準。
- (二) **關係人交易提報股東會：**基於前次 CG WATCH 2020 報告提出之建議，臺灣證券交易所（下稱證交所）及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（下稱櫃買中心）完成訂定「關係人交易指引」，整理我國公開發行公司各類型關係人交易相關規範重點，俾利上市櫃公司瞭解各類型關係人交易相關規範重點及全貌。另經參酌國際主要證券市場規範及外界建議事項，金管會於 2022 年 1 月 28 日修正公開發行公司取得或處分資產處理準則，增訂公開發行公司或其非屬國內公開發行公司之子公司向關係人取得或處分資產，其交易金額達公開發行公司總資產 10% 以上者，公開發行公司應將相關資料提交股東會同意後，始得為之，以加強保障股東權益。
- (三) **上市上櫃公司治理實務守則訂定董事股票交易控管措施：**上市上櫃公司治理實務守則第 10 條第 3 項建議公司應訂定內部規範，禁止公司內部人利用市場上未公開資訊買賣有價證券，內部規範宜包括上市上櫃公司內部人於獲悉公司財務報告或相關業績內容之日起之股票交易控管措施，並於 2021 年 12 月 8 日增訂列示董事不得於年度財務報告公告前 30 日，和每季財務報告公告前 15 日之封閉期間交易其股票之規定。前開守則修正內容並納入第 9 屆（2022

年度) 公司治理評鑑指標 1.15 的得分要件，依 2023 年度公司治理評鑑結果顯示，共 852 家上市櫃公司得分，可見在公司治理實務守則及公司治理評鑑的雙重推動下，上市櫃公司遵循前開股票交易控管措施之成效已逐漸顯現。

- (四) **持續推動縮短年報、財報公告申報期限及儘早上傳股東會議事手冊及相關會議補充資料：**實收資本額達新臺幣 20 億元以上，或外資及陸資持股比例合計達 30% 以上之上市櫃公司，應於股東會召開日 14 日前申報年報，另於股東常會 30 日前將股東會議事手冊及相關會議補充資料之電子檔上傳；另自 2023 年起，實收資本額達 100 億元及金融保險業之上市櫃公司應於年度終了後 75 日內公告申報前一年度財務報告，自 2024 年起，全體上市櫃公司應於年度終了後 75 日內公告前一年度自結財務資訊，以提升公司財務業務資訊揭露之及時性，便利股東參與股東會行使其權利。另依 2023 年度公司治理評鑑結果顯示，超過 90% 上市櫃公司已於股東常會 18 日前上傳年報，並於 30 日前上傳股東會議事手冊等資料，表示法規雖未適用全體上市櫃公司，但多數公司均能遵循最佳實務，儘早提供重要資訊供投資人參考。

- (五) **機構投資人以逐案方式揭露對各被投資公司的股東會議案投票結果：**ACGA 多年以來倡議各市場應將逐案揭露視為標準作法，我國機構投資人盡職治理守則鼓勵投資人每年揭露對所有被投資公司各類議案所投贊成、反對及棄權之情形，並將「逐公司、逐案揭露投票情形，並說明反對議案之理由」納入機構投資人盡職揭露評比標準，目前亦已有相當數量機構投資人將投票結果逐案揭露。

二、上市公司構面

CG WATCH 2023「上市公司構面」共有 14 個題項，由於相較前一

版本 20 個題目大幅精簡，另新增 2 個提名委員會相關題項，全體受評市場普遍得分率下降，ACGA 評分方式係自各市場市值前 50 大公司挑選其中 15 家，涵蓋各種產業，檢視公司之中、英文揭露資訊與其治理實務，包括公司治理報告、永續報告、董事會組成、董事進修、多元化政策暨執行情形、獨立董事長（或首席獨立董事）存在與否、獨立董事薪酬制度、董事與高階經理階層薪酬揭露程度、提名委員會的獨立性、提名委員會是否有女性成員等，12 個市場中以澳洲、馬來西亞與印度表現最佳，臺灣排名為第五名，得分率為 55%。

公司治理資訊與永續資訊揭露品質有落差

ACGA 本次評鑑檢視 12 個市場共 180 家大型公司的揭露資訊，發現公司對於永續資訊揭露內容變得更加豐富詳細，包括納入氣候揭露與一定程度的財務分析，但公司治理資訊的揭露卻沒有更多的進展，揭露內容多為基本資訊及法規要求事項，可能過於簡略且缺乏實質敘述，舉例來說，如果投資人想瞭解董事會或功能性委員會在過去一年討論了哪些議題，或者對公司有何貢獻，多數報告並無提供此資訊，發行公司也不認為需要針對董事會實際執行業務方面提供更為詳細的敘述，ACGA 認為這些實質資訊的缺漏可能會對投資人評估董事會及董事的貢獻造成困難。

臺灣公司永續揭露方面表現最佳，公司治理資訊揭露仍有進步空間

因金管會持續推動政策引導公司關注永續議題，大型公司最初即遵循 GRI 標準編製永續報告書，近年並納入 TCFD 及 SASB 等內容，且已開始從重大性角度討論氣候風險，惟僅少數公司有揭露氣候風險對公司財務績效的影響，在 12 個市場中，ACGA 給予臺灣永續資訊揭露最高的評價。然而在公司治理資訊揭露部分，與亞洲其他市場情況雷同，董事會治理資訊揭露較為表面，揭露方式千篇一律且多僅揭露法規必要內容。

上市櫃公司依「公開發行公司年報應行記載事項準則」（下稱年報準

則) 第 10 條第 1 項第 3 款規定，均應於年報之公司治理報告中記載董事會運作情形、審計委員會、薪資報酬委員會運作情形，公司如有設置提名委員會者，亦應揭露其組成及運作情形。另公司治理評鑑亦訂有多項揭露公司治理運作情形相關指標，如 2.2 董事會多元化政策、2.9 董事會運作情形、2.10 審計委員會及薪酬委員會運作情形、2.15 獨立董事與內稽主管、會計師溝通情形等，或可思考以強化得分要件的方式引導公司增加實質揭露之可行性。另證交所及櫃買中心每年會就上市櫃公司之年報、財務報告及永續報告書進行審閱，如發現缺失除即時通知公司輔導改善，並就審閱結果提出揭露建議及彙整常見缺失事項，提供上市櫃公司參考，協助提升公司資訊揭露之品質及透明度。

持續引導上市櫃公司設置提名委員會

CG WATCH 2023 本次新增 2 項有關提名委員會的評比題目，主要源自 ACGA 過往針對中國大陸及香港市場市值百大公司的研究結果，發現當提名委員會的主席為女性或該委員會中有女性成員時，該公司的董事會通常呈現更高的性別多元性，顯示提名委員會對促進董事會性別平等的影響。提名委員會目前尚非臺灣法規所要求強制設置的功能性委員會，惟證交所於 2004 年即發布「提名委員會組織規程參考範例」鼓勵上市櫃公司設置，截至 2024 年底，已有約 167 家上市櫃公司設置提名委員會，而 CG WATCH 2023 檢視的 15 家大型公司中，有 6 家公司已設置提名委員會，或是與其他功能性委員會（如薪資報酬委員會）合併運作。

依據「提名委員會組織規程參考範例」第 4 條及「上市上櫃公司治理實務守則」第 28 條之 2 建議，提名委員會過半數成員宜由獨立董事擔任，並由獨立董事擔任主席，與 ACGA 倡議提名委員會應具高度獨立性一致，因此，第 12 屆（114 年度）公司治理評鑑將提名委員會單獨列為一個指標，要求提名委員會需具備高度獨立性，並鼓勵公司揭露運作情形。另「提名委員會組織規程參考範例」第 5 條建議有關提名委員會的職權，除於改選年

度提名董事候選人外，亦包括建構及發展董事會組織架構、進行董事會、功能性委員會之績效評估、訂定董事進修計畫、訂定董事及高階經理人繼任計畫、訂定公司治理實務守則等，尚非侷限「提名」單一事項，提名委員會之功能職權有助提升公司治理水平，金管會將持續引導企業設置提名委員會。

三、投資人構面

CG WATCH 2023「投資人構面」共有 17 個問題，評分重點主要聚焦於機構投資人，並大致分為國內機構投資人、國外機構投資人及國內散戶投資人三個面向，具體評比項目包括機構投資人採用的 ESG 政策、實際參與投票的程度及投反對票的情形，機構投資人參與股東會的積極性、投票紀錄的資訊揭露、與被投資公司議合的程度及如何處理利益衝突等議題。相較 2020 年的評比，受評的 12 個市場於此構面的排名沒有明顯變化，澳洲、日本與韓國仍是表現最佳的三個市場，臺灣則因盡職治理資訊揭露的進步，得分有所提升，排名從 2020 年的第七名上升至第六名。

臺灣推動機構投資人盡職治理

證交所公司治理中心在金管會的指導下，於 2016 年 6 月發布我國「機構投資人盡職治理守則」，旨在規範機構投資人如何善盡受託責任，強化其對公司治理的影響力，截至 2024 年底，已有 151 家機構投資人簽署該守則。為進一步提升機構投資人盡職治理實務與資訊揭露的品質，由金管會、證交所、櫃買中心、臺灣集中保管結算所（下稱集保結算所）、金融總會、投信顧公會等單位代表及專家學者共同組成「機構投資人盡職治理守則諮詢委員會」，設立公開評比機制，每年定期辦理盡職治理資訊揭露較佳名單評比，這項機制不僅鼓勵機構投資人良性競爭，亦提升整體盡職治理比率。

根據 CG WATCH 2023 評比報告，國內機構投資人採逐議案逐公司方式揭露股東會投票結果的家數有所增加，同時在利益衝突政策的透明化上也有一定進展，但仍有進步空間，這些進步與證交所長期以來將相關內

容納入盡職治理資訊評比標準有密切關聯，透過評比機制，引導國內機構投資人逐步採行國際公認的最佳實務，期許未來國內業者多能採用最佳實務揭露盡職治理相關資訊。

集保結算所則於 2020 年建置「公司投資人關係整合平台（ESG IR 平台）」，提供機構投資人國際評鑑機構有關上市櫃公司 ESG 評等資訊，協助國內機構投資人建立責任投資政策，更於 2023 年底推出「股東會投票逐案揭露服務」，提供機構投資人一站式之揭露系統，機構投資人可利用該系統彙整投票理由、發言紀錄等資訊，簡化揭露流程並大幅提高揭露品質。另投信投顧業、證券商、壽險、產險及銀行公會均建置了「盡職治理專區」，集中公開業者的盡職治理報告、投票紀錄、投票政策及議合紀錄等資訊，俾利投資人查找機構投資人盡職治理情形。證交所的子公司臺灣指數公司亦於 2024 年 11 月建置「IR 議合服務平台」（IR Engage）試行，提供 ESG 加值資訊支援議合並提供議合媒合服務，深化機構投資人與上市櫃公司溝通管道與效率，

至有關散戶投資人的評比題項中，臺灣在「散戶投資人的訴訟途徑」這個題項表現尤為突出，主要係我國有「證券投資人及期貨交易人保護法」制度及成立「財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心（下稱投保中心）」，該中心得以代表散戶投資人提起團體訴訟或仲裁求償，為受到侵害的投資人提供法律保障，有效保障其權益。另投保中心持有我國上市櫃公司之股票，以公益法人股東之身分出席股東會並發言，督促公司提升公司治理水平，形成外部監督之力量，亦會要求公司就股東會議事錄記載過於簡略或未記載之情形更正議事錄，有助股東會資訊的充分揭露，以少數股東身分積極實踐股東行動主義。

日本於投資人構面表現出色，政府退休基金扮演重要角色

日本國內外機構投資人的投票和議合活動非常普遍，股東行動主義

和提案也有所增加，其中日本政府退休基金（Government Pension Investment Fund, 下稱 GPIF）扮演著重要角色，GPIF 係透過外部資產管理人（external asset managers）進行投資並行使投票權，鼓勵外部資產管理人與被投資公司議合，並敘明對外部資產管理人的期望與行動計畫，為強化盡職治理提供具體方向，GPIF 以此方式建立投資鏈中的雙贏環境，履行其盡職治理責任。依據 GPIF 的盡職治理活動報告（Stewardship Activities Report, 2022-2023 年度）揭露數據，GPIF 的 31 家外部資產管理人在 2017 年至 2022 年間與被投資公司議合（對話）次數自每年約 3,000 場倍增至超過 6,000 場，參與議合的公司數量也自約 850 家增加至接近 1,000 家，且多數會議係由公司高層參與，另與外部董事的會議次數也從 2017 年度僅約 20 場次成長至 2022 年度超過 120 場次，至於有關討論的議題，公司治理主題占 59%，環境議題占 23%，社會議題則占剩餘的 18%，其中值得注意的一點是，超過 80% 的會議是由被動型投資人進行。

韓國散戶投資人崛起，股東行動主義蓬勃發展

南韓市場在 CG WATCH 2023 的投資人構面評比中排名第三，得分率自 44% 大幅提升至 56%，主要反映了投資人結構的顯著變化及其對公司治理的影響力。新冠疫情後，南韓的散戶投資人數量迅速增長，從 2018 年的 500 萬人躍升至 2022 年的 1,400 萬人，散戶投資人積極利用社交媒體與 YouTube 等平台交換資訊，深化對股東權益的認知，並於 2019 年成立股東聯盟（Korea Stockholders' Alliance），加強散戶在資本市場中的影響力與組織化程度。另一方面，機構投資人和散戶投資人也更積極地參與公司治理的變革，除股東會實際提案數量持續增加，並以 Align Partners 針對 SM Entertainment 的案例為代表，該行動主義投資人成功透過南韓的「3% 規則」（限制控股股東的投票權）推動董事會治理結構與業務策略的變革，此成功案例凸顯了投資人在南韓公司治理扮演重要的角色，也為其他市場提供了可參考的實踐經驗。

參、結語

透過 CG WATCH 2023 的評比結果可以看出，臺灣在公司治理的多個構面表現出色，特別是主管機關政策指引明確及對公司治理的高度重視、上市櫃公司永續資訊的揭露與確信、對散戶投資人權益的保障，及審計監理制度的完善等方面均有顯著成效，臺灣於 2020 至 2023 年間針對多項法規制度的調整，進一步向國際或區域最佳實務接軌，不僅反映在評比排名的進步，也展現出台灣資本市場的成熟。同時，相較於其他市場，仍有部分構面值得持續努力，例如強化公司治理資訊揭露的深度與品質、提名委員會的推廣，及提升投資人參與公司治理的廣度與實質影響力，這些都是未來進一步發展的重要方向。

有關 ACGA 在 CG WATCH 2023 中提出的各項建議，臺灣將持續深入研議，結合理解國際趨勢與國內實務狀況需求，逐步完善相關政策與規則，而制度的建立只是公司治理的第一步，惟有透過有效的執法與監督，才能確保規則真正落實到公司治理的實務中，從而提升市場透明度與公信力，臺灣在提升公司治理的道路上，仍會持續以國際標準為參考，針對自身特點進行調整與優化，同時借鑑其他市場的成功經驗，如近年日本及韓國推出提升企業價值與公司治理的計畫（Corporate Value-Up Program），證交所亦於 2024 年 8 月修正上市上櫃公司治理實務守則，增訂「提升企業價值計畫參考範例」，鼓勵公司制定及揭露營運策略和業務計畫並揭露於「提升企業價值計畫」專區，供投資人查閱與評估各上市櫃公司的財務指標與經營計畫，另方面也鼓勵公司管理階層積極與投資人溝通，讓投資人更瞭解公司之財務狀況、公司治理結構及未來策略等資訊，臺灣指數公司成立的 IR 議合服務平台，即希冀更便利機構投資人之議合準備，促進上市櫃公司與股東之間的良性互動，不僅能增進投資人對市場的信任，也能為企業的長期發展注入更多動能。透過完善法規、提升執行力以及加強各方溝通合作，臺灣能在國際資本市場中扮演更重要的角色，為企業與投資人創造更大的價值。

~ 期貨交易提醒 ~

期貨交易具保證金或權利金交易之槓桿特性，風險較高，開戶前應審慎考慮本身的財務能力及經濟狀況是否適合從事，並應詳讀相關風險預告書。