

## 【專題二】



## 淺談彈性比例原則於公司治理領域之 運用—以亞洲各國為例

呂盈錄（證期局專員）

### 壹、前言

近年來，隨著亞洲股票市場的蓬勃發展，亞洲市場已儼然成為全世界使用最多公眾股權融資資金之使用者。因此，亞洲股票交易所及投資銀行對於扮演全球資本市場整合的角色之功能性亦日益增加，數以千計的亞洲公司均已遠赴歐美等地市場之股票交易所掛牌上市，而這也間接增加了全球的中介機構及投資銀行與亞洲市場的整合及互動，此現象給予發行公司更多取得資金融通的機會，同時給予投資人更多機會選擇適合自己的投資組合。

但是，全球市場要成功的整合，仍需要各市場對主要公司治理原則有一共識及瞭解。為此，經濟合作暨發展組織（Organization for Economic Co-operation and Development, OECD）不斷更新公司治理原則，於2015年9月對外發布一版新的公司治理原則，該版公司治理原則著重在強化機構投資人角色、股東權利、董事會職能等議題，在「機構投資人角色」部分，其強調市場投資者有促進上市公司重視公司治理的功能；在「股東權利」部分，則強調股東會作業可使用資訊科技予以輔助，同時要求公司應強化管理階層薪酬核決程序及資訊揭露；在「董事會職能」部分，則強調董事會績效

評估、獨立客觀性、監督功能及董事會成員取得正確充分資訊的重要性。

另為進一步提升亞洲地區公司治理程度，OECD 於 2017 年 9 月就亞洲各國公司治理架構進行問卷調查，並於 2018 年亞洲公司治理圓桌論壇舉辦期間，依問卷結果發布「彈性比例原則於公司治理之運用」(Flexibility and Proportionality in Corporate Governance) 等出版刊物，強調彈性比例原則於公司治理發展之重要性。

本文主要以我國、馬來西亞、日本、香港及新加坡為例，介紹亞洲各國公司治理彈性比例原則之運用方式，期望讀者能透過本文，對我國鄰近國家公司治理之推動方式與發展重點有更進一步之瞭解。

## 貳、亞洲各國彈性比例原則於公司治理領域之運用

根據 OECD 於 2018 年發布之「彈性比例原則於公司治理之運用」研究結果顯示，亞洲各國為了因應實務需要，在公司治理領域幾乎或多或少採用了彈性比例原則，尤其在董事會組成、關係人交易及資訊揭露構面最為明顯。彈性比例原則之運用不但可增加公司治理的有效性，更可避免因過度監理而帶來成本，以下分述我國、馬來西亞、日本、香港及新加坡等亞洲國家如何將彈性比例原則運用於其公司治理領域。

### 一、我國彈性比例原則於公司治理領域之運用

從臺灣市場現況分析我國公司治理架構的特色，我國有超過 80% 之企業屬於中小企業，因此臺灣推動公司治理主要係透過漸進式政策，運用彈性比例原則，以幫助中小型企業降低遵循成本並達成政策目的，例如我國金管會參酌 G20/OECD 公司治理原則，於 2013 年發布為期 5 年之「強化我國公司治理藍圖」，並接續於 2018 年啟動為期 3 年的「新版公司治理藍圖(2018-2020)」，藉由前揭公司治理藍圖之發布，讓發行公司及市場參與者清楚瞭解我國公司治理推動方向與目標，以下說明我國透過公司治理藍圖之推動，運用彈性比例原則之方式：

- (一) 分階段設置獨立董事，降低小型公司的轉換成本：為引進獨立董事制度以強化董事會職能，並同時考量小型公司之轉換成本，我國依資本額及產業別等為分類標準，採分階段循序漸進之方式要求上市櫃公司設置獨立董事。首先，於 2002 年起要求 IPO 公司董事會中至少有獨立董事 2 人，且獨立董事至少 1 人須為會計或財務專業人士。嗣證券交易法 14 條之 2 於 2006 年修訂通過，授權主管機關要求公司設置獨立董事。金管會即依此規定，要求金融保險業及實收資本額達新臺幣 500 億元以上之上市櫃公司應自 2007 年起設

置獨立董事。嗣於 2013 年再擴大獨立董事適用範圍至 100 億元以上之上市櫃公司，如今，我國所有上市櫃公司已於 2017 年全面完成獨立董事之設置。

- (二) 逐步推動電子投票，以促進股東行動主義：採行電子投票可保障股東權益並增進股東參與股東會意願。然而，為了減輕中小型企業的負擔，我國依資本額及股東人數等為分類標準，採分階段循序漸進之方式推動電子投票。首先，我國於 2013 年僅要求資本額達 100 億元且股東人數 1 萬人以上之上市櫃公司採行電子投票，2015 年則擴大至實收資本額達新臺幣 20 億元且股東人數 5,000 人以上之上市櫃公司應強制採行電子投票。自 2018 年起，我國已要求所有上市櫃公司股東會均應採行電子投票。
- (三) 透過電子化平台（公開資訊觀測站）辦理資訊公開，提升資訊揭露即時性及透明度：為提升上市櫃公司資訊揭露之即時性及透明度，及便利投資人查詢發行公司相關資訊，我國於 2002 年建置公開資訊觀測站，該平台依市場別及公司規模等為分類標準，要求發行公司依規定上傳定期及不定期財務業務資訊，除可減少大量紙本作業外，亦有助於提升資訊揭露透明度、促進市場公平交易及降低申報成本等。
- (四) 強化英文資訊揭露，提升台灣市場的國際能見度：外資在臺灣投資比率已達 40%，為了提升臺灣市場的國際能見度同時考量發行公司成本，我國依資本額及外資持股比率為分類標準，要求實收資本額達 100 億元及外資持股比率達 30% 以上之上市櫃公司，應自 2019 年起，提供英文版年報、年度財務報告及股東會議事手冊等資料。此舉將有助於促進發行公司與外資之溝通，並提升台灣市場的國際能見度。

另外，機構投資人持股成長的趨勢在臺灣非常明顯，因此我國已經在 2016 年發布機構投資人人盡職治理守則，並鼓勵機構投資人簽署，希望藉由外部股東的發揮影響力，促進上市櫃公司重視公司治理。相較於 2017 年底簽署機構投資人盡職治理守則家數為 38 家，截至 2019 年 11 月底止，簽署家數已達約 149 家，可見我國亦持續依循 G20/OECD 公司治理原則及市場實際需要，運用創新科技實力，訂定適合本身條件的公司治理規範。

## 二、馬來西亞彈性比例原則於公司治理領域之運用

馬來西亞有 97% 的企業為中小型企業，在過去的 14 年裡（2004 年至 2017 年），中小企業的 GDP 平均每年成長 6.6%，2017 年中小企業對馬來西亞 GDP 的貢獻更達到

37.1%，預計到 2020 年中小企業對國內生產總值的貢獻可達到 41%，對該國出口的貢獻率達到 23%，中小企業就業率可達到總體就業率的 65%。

馬來西亞中小企業能夠成功地發展，主要是由於馬來西亞於 2012 年發布了中小企業主計畫（SME Masterplan），Masterplan 僅強制要求中小企業遵循主要公司治理原則，其餘公司治理原則採彈性比例方式，由公司選擇性地遵循，此方式成功地幫助中小企業在全球化和高科技的市場中提升競爭力，並協助中小企業降低相關公司治理之遵循成本。另外，馬來西亞交易所在 2017 年啟動了領導企業家加速平台（Leading Entrepreneur Accelerator Platform, Leap Market），Leap Market 進一步提供馬來西亞中小型企業取得所需資金之另一平台，解決其資金缺口並促進馬來西亞產業鏈蓬勃發展。以下說明馬來西亞運用彈性比例原則之方式：

（一）發布新版公司治理守則：

馬來西亞公司治理守則（Malaysia Code on Corporate Governance, MCCG）為 1999 年由高級財務委員會提出建議後，於 2000 年首次提出，並於 2007 年和 2012 進行兩次檢討修正。新版 MCCG 是 2016 年經由馬來西亞證管會全面檢討，吸取國內和國際利害關係人過去公司治理的教訓及經驗等，以及配合市場結構和業務需求的變化所提出。

馬來西亞證管會在 2017 年 4 月發布新版馬來西亞公司治理守則（新版 MCCG），這是加強企業文化責任制和透明度的最佳做法。新版 MCCG 更加強調公司治理文化的內化，不僅適用上市公司，還鼓勵國營企業、中小企業和有執照的中介機構等非上市個體實施。

新版 MCCG 有 36 種作法來支持三項原則，即董事會之領導與效能；財務和營運報告的公正性；有效的審計、風險管理以及強化與利害關係人的關係。馬來西亞希望透過新版 MCCG 的修正發布，達成資本市場永續性發展的重要里程碑，並表示新版 MCCG 是指引董事會帶領公司前進和加深企業瞭解公司治理重要性的指南針。

新版 MCCG 的重要特徵是引入理解、應用和報導方法（CARE），並從「遵循或解釋」轉變為「應用或解釋替代方式」（Apply or explain an alternative），要求無法符合新版 MCCG 之上市公司，應強制提出替代方案，並解釋相關方案如何同樣能達到新版 MCCG 所要求之效果。此外，新



版 MCCG 亦將上市公司規模列入考慮，把上市公司劃分為「大型公司」<sup>1</sup>和「一般公司」，採用彈性比例原則來實施，而非一致性的要求上市公司皆應遵守所有新版 MCCG 之規範。又新版 MCCG 亦鼓勵公司進一步實現更高的公司治理標準，例如要求審計委員會均由獨立董事組成，及要求設立風險管理委員會等。

## （二）董事會推動性別多元化

據馬來西亞人才機構公布的一項調查顯示，馬來西亞前 100 大上市公司中，女性高階主管人數僅占總數的 28%，其中更有 26% 的上市公司沒有女性董事，14% 沒有高階女性主管。為此，馬來西亞證管會已自 2018 年起，實施「點名及羞辱」（name and shame）策略，公開未委任女性董事的上市公司名單，以提醒渠等上市公司應逐步落實女性董事達 30% 以上之政策。

除了「點名及羞辱」策略外，馬來西亞政府採用彈性比例原則逐步鼓勵董事會推動性別多元化，表明將優先考慮與有女性董事的上市公司合作，使有女性董事的公司在爭取政府合約上占有更大的優勢而非強制保留 30% 女性董事席次，這項政策亦獲得馬來西亞部分上市公司之肯定。

## （三）推動公司治理重點戰略計畫：

除透過發布新版 MCCG 及推動董事會性別多元化強化公司治理外，馬來西亞證管會更宣布一項為期 3 年的推動公司治理重點戰略計畫（Corporate Governance Strategic Priorities 2017-2020），內容包括：

1. 加強生態系統：馬來西亞證管會將與利害關係人合作建立馬來西亞企業董事學會，為董事提供專業發展途徑，以提升董事職能；並將成立公司治理委員會，以協調所有公司治理措施。
2. 善用科技技術薦行公司治理：馬來西亞證管會將部署大數據和人工智能功能，以加強其監督和執法能力，並將與金融科技界合作，促進電子投票和遠端股東參與；建立線上平台，監控和報導公司治理實踐情形。
3. 促進董事會性別多元化：馬來西亞證券委員會將與產業團體及利益相關方合作，將馬來西亞交易所前 100 大公司董事會中增加婦女的參與，從目前 16.8%，期 2020 年能達到 30%。

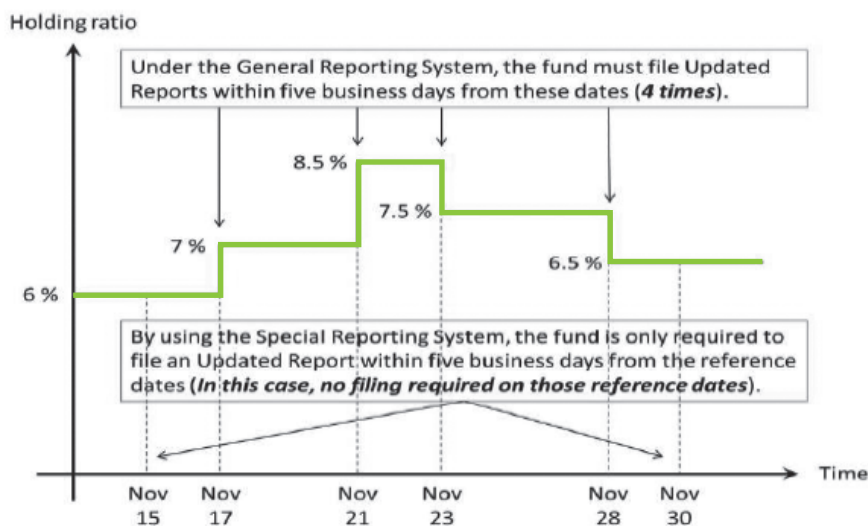
1 「大型公司」係指富時大馬 100 指數公司及市值 20 億元以上之公司。

4. 嵌入公司治理文化：馬來西亞證管會將與相關利害關係人合作，為中小企業開發一個企業治理工具包（toolkit），引導中小企業實踐良好之公司治理原則。還將引入類似資本市場取具執照和註冊的仲介機構。馬來西亞證管會並將與大專院校合作，納入公司治理課程，塑造具有高度道德標準的企業領袖。

### 三、日本彈性比例原則於公司治理領域之運用

以大股東持股申報為例，可清楚看出日本如何採用彈性比例原則，日本於 1990 年建置大股東資訊申報系統（The Large Shareholding Reporting System），為利投資人即時知悉大股東持股資訊，以增進市場公平性及資訊透明度，凡符合大股東資格條件者<sup>2</sup>，均應在成為大股東後 5 個營業日內，提交「大股東報告」（Large Shareholding Report 或 General Report），大股東報告內容應包含持股比率、取得股份之資金來源、持股目的及最近 60 天內交易情形。另外，日本要求大股東於持股比率增減達 1% 以上時，應在 5 個營業日內提交「更新報告」（Updated Report）。日本原則應依前揭規範申報大股東持股報告，但仍有下述彈性比例原則之運用：

- （一）特別申報系統（Special Reporting System）：日本為了避免過多紙本作業並為促進股票交易流暢度，以及考量證券投資公司及基金公司等金融機構交易頻繁，故運用彈性比例原則為金融機構設計了一套特別申報系統，金融機構大股東在特別申報系統下，只要符合「不以本身持股影響公司營運」及



<sup>2</sup> 日本對於大股東的定義，係指任何直接或間接持有公司股份超過 5% 之自然人或法人股東。

「持股比率不大於 10%」等兩個條件，則僅須每月 2 次於參考日（reference dates）判斷是否須辦理持股變動申報，且不需申報資金來源及最近 60 天之交易內容。以下圖為例，若適用一般申報系統則大股東須提交 4 次更新報告，但在特別申報系統下，符合條件的金融機構大股東只需要在參考日（11/15,11/30）判斷是否須申報即可，此例因 11/15 與最近一次申報持股均為 6%，故無須申報；11/30 持股比率為 6.5%，僅較 11/15 的 6% 增加 0.5%，亦無須申報。

（二）免除未上市股票、庫藏股等之申報義務：

1. 未上市公司股票（Unlisted companies）：未上市公司股票交易範圍較小且不需要於市場上揭露相關持股轉讓等資訊。
2. 庫藏股（Treasury shares）：因庫藏股不具投票權且禁止買賣，對公司經營不具影響力，日本在 2014 年修訂金融工具交換法（Financial Instruments and Exchange Act），免除庫藏股申報義務。
3. 其他免除情形：例如信託投資事業管理之信託資產、證券承銷商因承銷業務持有之股份、證券自營商因融資融券交易需要所取得之股份，以及已同意出售但尚未辦理股權移轉登記之持股。

（三）免除持股不變，僅持股比例變動之申報義務：因小型成長型公司常有股東持股不變，但因流通在外股份變動等因素，導致持股比例變動之情形，為給予這些小型成長股公司運用空間，日本規定股東持股比率雖有變化，但其持股總數不變時，可免除申報義務。

（四）依公司市值決定行政罰鍰金額：當上市公司違反申報義務時，日本以該違規公司市場十萬分之一為標準，計算行政罰鍰金額，亦即運用彈性比例原則，針對市值較小公司，處罰亦相對較輕。

（五）短期間大量交易者，加強申報義務：為避免大股東短期間大量低價買進一家上市公司股票，並要求該公司以高於市場價格買回公司股票等不法行為（Greenmailing），日本針對最近 60 天內持股比率減少至最高持股比率一半以下者，且持股比率減少幅度達 5% 以上，除要求其須辦理大股東持股申報外，更額外要求其須申報交易對象及交易價格。

除了前揭運用彈性比例原則的例子外，日本公司治理實務守則<sup>3</sup>亦採遵循或解釋（comply or explain）外，依不同市場別給予彈性比例運用之空間，例如日本證券交易所要求第一及第二上市公司須遵循公司治理實務守則所列示之所有 78 項原則，但僅要求在 Mothers 或 JASDAQ 掛牌者遵循 5 項一般原則。

日本現階段公司治理發展重點有三個部分。第一點，希望從專注於「形式面」是否符合法令規範，走向專注於「實質面」是否可提供更高品質的服務；第二點，從專注於「過去」財務結構是否健全，走向專注於「未來」是否可達成永續經營；第三點，從專注於處理「個別」問題，走向專注於以「整體」企業經營觀點評估是否成功回應及解決重要問題。

#### 四、香港彈性比例原則於公司治理領域之運用

香港在 2018 年 4 月對外開放「同股不同權」（weighted voting right, 下稱 WVT）一直存在很多爭議，早期香港證監會禁止阿里巴巴在港上市，理由即為 WVT 制度將影響股東權益。但是在同股同權（one share one vote）制度下，其實很難吸引像阿里巴巴、京東和百度等獨角獸企業來港上市，獨角獸企業擁有進步的技術，但往往需要大量對外募資，其創辦人通常希望可以透過 WVT 制度，在持股較少的情況下，仍對公司具有實質控制權，以充分掌握未來發展的方向，為了吸引獨角獸企業在港上市，因此香港選擇開放 WVT 制度。

為了保障股東權益，香港在開放 WVT 制度，即已充分運用彈性比例原則。首先，港交所要求採用 WVT 制度之上市企業，其最低市值需要達到 400 億港元，如果市值少於 400 億港元，則需要市值至少 100 億港元且最近一個會計年度之營業收入不低於 10 億港元。另港交所要求不同投票權受益人只限自然人，須於上市時及其後時間為公司董事，上市時持股量至少要 10%，但不能超過 50%，亦不能轉讓股權。最後，若採 WVT 制度上市公司有重要事宜如修訂公司章程、委任或罷免獨立非執行董事、任何類別股份所附帶權利的變動等，仍須採同股同權方式決定。

#### 五、新加坡彈性比例原則於公司治理領域之運用

新加坡於 2018 年 8 月公布修訂之公司治理守則，即充分展現了彈性比例原則在公司治理架構之運用，該版公司治理守則修訂重點包括鼓勵董事會定期更新、強化董事會獨立性，以及加強董事會多元化等，為充分給予新加坡上市公司彈性運用空間，守則採遵循或解釋方式，對於無法達成者，僅須於年報上揭露無法達成之理由即可，並將從

<sup>3</sup> 日本公司治理實務守則共計有 78 項原則，其中包含 5 項一般原則 (General principles)。



2019年1月1日以後開始實施。另為提供發行公司充分的時間調整其董事會結構，該版守則中部分條文如要求任期滿9年的獨立董事須獲股東投票同意始可續任，以及獨立董事須占董事會成員三分之一等規定，則可延後自2022年起適用。

## 參、結語

公司治理原則的訂定必須有助於整體資本市場的發展與整合，且必需富有足夠的彈性及符合不同企業營運模式的需求，彈性比例原則在公司治理領域之運用極其關鍵，因為沒有任何一種公司治理制度可以一體適用（One size does not fit all），而各國主管機關在推動公司治理上應扮演的角色，在於如何衡量及制訂適合不同市場特性之法令規範，以協助不同產業或不同發展階段之公司永續成長，並同時兼顧股東及利害關係人權益之保障。我國目前係藉由發布公司治理藍圖，作為推動公司治理政策之指引，相關執行措施如辦理公司治理評鑑、實施電子投票、擴大獨立董事及審計委員會設置、編製企業社會責任報告書引進公司治理人員制度、推動金融業落實股東行動主義等，均已如期推動，並具一定成效。

然而，成功的公司治理需要努力不懈，我國雖已在公司治理之推動上成效顯著，惟資本市場環境日新月異，為使我國公司治理之發展得以不斷提升並與國際接軌，金管會仍應秉持著精益求精之精神，持續推動並鼓勵企業自發性重視公司治理，以進一步提升我國資本市場國際競爭力。

## ~ 投資 ETF 小提醒 ~

投資人應留意槓桿型 / 反向型 ETF 的商品特性及投資風險，主要是運用期貨契約來追蹤標的指數（當日）正向 2 倍 / 反向 1 倍報酬表現，並不適合投資人長期持有。