

國際公司治理發展簡訊

指導單位：金融監督管理委員會證券期貨局

編輯單位：臺灣證券交易所 (TWSE)、證券櫃檯買賣中心 (TPEX)

證券暨期貨市場發展基金會 (SFI)、中華公司治理協會 (TCGA)

創刊日期：2003 年 11 月 15 日

發刊日期：雙月刊 (單月 15 日出版)

TWSE 網址：www.twse.com.tw

TPEX 網址：www.tpex.org.tw

SFI 網址：www.sfi.org.tw

TCGA 網址：www.cga.org.tw

公司治理中心網址：<http://cgc.twse.com.tw/pressReleases/promoteNewsCh>

本期重點

- ◎ 亞洲：南韓退休基金對治理不善的公司給予壓力
- ◎ 美國：美國資本結構委員會(ACCF)發布有關 ESG 評等機構報告
- ◎ 歐洲：ESMA 嚴厲批評歐盟執委會企圖爭取修改 IFRS 規範的權力
- ◎ 歐洲：FRC 的職權範圍與文化受到利害關係人質疑
- ◎ 臺灣：公司治理大翻新！公司法修正完成三讀
- ◎ 臺灣：保險業出席股東會 明年要 5 成



亞洲：南韓退休基金對治理不善的公司給予壓力

南韓國家退休基金決定對其所投資的公司採取更積極的行動態度，其行動可能影響公司治理不善的財團（由家族創立並主宰南韓經濟的集團企業）。國家退休基金管理委員會宣布，將採行機構投資人盡責治理守則，其為 2017 年文在寅政府上任後，所承諾保護少數股東的權利，並箝制大企業濫用權力。

採行機構投資人盡責治理守則，將協助國家退休基金與有可能損害公司或股東價值之企業，建立建設性的溝通管道；而根據韓國時報報導，衛生福利部部長 Park Neung-hoo 表示在長期實施後將提升其基金之投資報酬，且保障退休基金。

機構投資人盡責治理守則要求國家退休基金與其所投資公司的經營管理階層討論、推選董事成員、投票議案或要求配發更高股利。雖然國家退休基金為政府營運之組織會有干涉企業經營之疑慮，不過其隸屬於衛生福利部門，而非金融或產業相關部會。

最後有能力可檢查財團的組織？

南韓國家退休基金管理資產達美金 5 仟 7 百多億元，為世界前三大退休基金，對韓國藍籌股如三星電子及現代汽車，持有具重大影響之股權。長駐首爾的財務顧問 Hank Morris 提到，國家退休基金宣布採取股東行動是非常重要的，其試圖保護大型公司非家族股東之股東利益，顯示較以往更重視所取得股權之價值。

有鑒於政治、媒體及司法長期失靈，國家退休基金或許是最後有能力扭轉的組織，可檢查韓國企業經營環境惡化及無止境的醜聞。過去，許多上市集團企業決策係考量創辦家族成員而非整體股東權益，雖然財團之家族成員通常僅持有少數股份，但他們透過交叉持股之股權結構以維持家族集團的控制權、掌控專業經理人及於併購時取得白騎士(White Knight)的支持，以阻止股東採取行動。

集團企業家族成員之白領犯罪行為，包含挪用資產、行賄、逃稅、詐欺和內線交易，在韓國經常遭法院判定有罪，然而亦經常被法官判定緩刑或輕刑，或由總統赦免而釋放。此狀況使得許多韓國人感到挫折，並認為財團凌駕於法律之上。

過去，南韓國家退休基金不僅未力抗公司治理不善的公司，甚至替國內公司抵禦採取行動主義之外國股東及基金。最著名的是，2015 年國家退休基金支持一件爭議合併案，為三星集團中兩間關聯企業之合併，其使李氏家族因此受惠，

此決策係受總統指示，而國家退休基金捲入政治醜聞，並於兩年後經歷總統政權垮台，時任總統朴槿惠及負責國家退休基金之部長隨後皆遭收押。然而三星集團負責人李在鎔於一年後緩刑獲釋。今年五月，外國避險基金 Elliot Management 宣布，將向韓國政府求償此合併案所遭受之損失。

企業對抗當地股東行動主義

不令人意外地，企業遊說團體立即回應國家退休基金的宣示，韓國經營者協會（Korea Employers Federation）表示因國家退休基金占市值將近 7%，若其積極地行使其股東權利，則可能對企業造成負擔，且國家退休基金不應過度干涉企業經營活動。

然而，國家退休基金是否會確實與外國行動股東一同對抗國內財團？Morris 說可能會，前次同一陣線的三星集團負責人入獄時，國家退休基金被要求加強為其投資成果負責，國家退休基金遭受壓力，因此想做正確的事情。

國家退休基金係一大型國內投資基金，其投資報酬率一向低於專門投資海外資產的國家主權財富基金（韓國投資公司，Korea Investment Corporation）。韓國的海外投資人提到「韓國折價」（Korean Discount），係指韓國企業股票的本益比相較於其他市場低，部分韓國人強調其折價因素係因北韓風險，另部分投資人表示係來自於政治風險及韓國企業的低股利政策。

（Asia Times， “Korea’s pension fund to pressure misgoverned companies”，2018 年 7 月 31 日，

<http://www.atimes.com/article/koreas-pension-fund-to-pressure-misgoverned-companies>

美國：美國資本形成委員會(ACCF)發布有關 ESG 評等機構報告

隨著環境、社會和公司治理(ESG)投資蔚為風潮，ESG 評級機構的影響力和重要性也隨之加重。當社會企業責任越來越被強調，建立 ESG 相關議題的正面印象成為關鍵。因此，更多公司開始進行選擇性與未經審核的資訊揭露以吸引 ESG 投資，而公司可否因此獲得投資即取決於各個主要 ESG 評級機構。

然而，個別機構的 ESG 評級方式可能會有很大差異。一家公司可能因為不同評級機構的方法、主觀解釋或程序，而評級結果差距甚大。且因為揭露缺乏一致性，所以存在對市值規模、地理位置、行業或產業的固有偏見。

值得注意的是，本文所指出的許多問題皆曾在先前 ACCF 對代理顧問行業的報告中(The Conflicted Role of Proxy Advisors)探討，文中指出利益衝突、歷史、不當的投票指導和不透明的商業行為等，使代理顧問行業遭到嚴重質疑，是否提供公正及準確之建議。加上本次研究結果，均顯示投資人實現 ESG 投資和股東投票選擇的資訊品質存在重大挑戰。

本研究旨在評估 ESG 評級機構，使投資人了解 ESG 評級行業的現狀。研究結果發現單一評級的準確性、價值和重要性存在顯著差異，原因包括：

1. 揭露資訊有限並缺乏標準化：目前尚未有標準化的 ESG 揭露規則，也尚未有揭露審核程序來驗證報告數據；評級機構必須運用許多假設，使得 ESG 評級主觀性增加。缺乏透明度及依賴未經審核數據，與 ACCF 先前報告結果一致。
2. 公司規模偏差：市值較高公司往往獲得明顯優於中小型企業的 ESG 評級。
3. 地理偏差：監管機構的報告要求於各司法管轄區相異，兩家經營內容相同的同行業公司，經常依其總部所在地而有不同得分，尤其在歐洲註冊的公司，通常比美國和其他地區的同業獲得更高 ESG 評級。
4. 行業偏差：公司的特定風險和商業模式差異無法準確地反映在綜合評級中。由於商業模式和風險暴露存在顯著差異，同行業的公司在同一模型下被不公平地評估。
5. 評級機構之間的不一致：由於評分級距、標準和目標缺乏統一，各個機構間的評級不具可比較性。
6. 未能識別風險：ESG 評級目的之一為評估風險並識別不當行為，但對遭遇嚴重管理不當問題公司的投資人而言，ESG 評級不適合作為警告標誌。

(資料來源：American Council for Capital Formation，“Ratings That Don’t Rate: The Subjective World of ESG Ratings Agencies”，2018年7月19日，
<http://accf.org/2018/07/19/ratings-that-dont-rate-the-subjective-world-of-esg-ratings-agencies>)

註：美國資本形成委員會《無法評級的評級：ESG 評級機構的主觀世界》報告全文可詳見

http://accfcorgov.org/wp-content/uploads/2018/07/ACCF_RatingsESGReport.pdf

歐洲：ESMA 嚴厲批評歐盟執委會企圖爭取修改 IFRS 規範的權力

荷蘭公司治理團體 Eumedion 與歐洲證券與市場管理局(ESMA)共同表達反對歐盟執委會(EC)計畫修訂國際會計規範。歐洲金融主管機關 ESMA 於 7 月底截止的 EC 諮詢中回應表示，他們強烈反對讓執委會修訂國際財務報告準則(IFRS)。

其表示任何歐洲特別對 IFRS 所做的調整，可能會挑戰「國際會計準則」規範的關鍵目標之一，即適用於上市公司的報告準則為國際認可並確實為全球性的標準。

從 ESMA 的觀點來看，歐盟應展現其領導地位，重申對 IFRS 的承諾。ESMA 表示，這樣做反而會增加對 IFRS 發展的影響力，身為國際會計準則理事會的一員，歐盟應持續積極落實正當程序。ESMA 表示它相信，被認可會計準則的主要目標仍為促進金融市場透明度及提升決策效能，因此對於其他公共政策目標應為中立。歐盟的監理機關並強調，歐盟層級的法規措施，在財務資訊強化、投資人信心效益，以及歐盟單一市場的發展，需更深度地整合。

同時，荷蘭公司治理團體 Eumedion 另外特別主張，俗稱的“置換(carve-ins)”會對公司年度會計帳相互間的可比較性，以及公司財務狀況的真實表達，有負面的影響。並補充「置換」將促使團體對例外及偶見的調整進行遊說。

Eumedion 主張，導入「置換」也將使歐盟現行全盤核准或拒絕新 IFRS 準則的能力遭到扭曲。它強調，置換的概念已經研究，並於 2013 年的獨立評估中遭否決，後來在 2015 年 EC 自行的評估中又再度被否決。

Eumedion 是由 60 個在荷蘭投資的大型機構投資人所共同組成的團體，其管理超過 5 兆歐元的資產。他們的會員包括資產管理公司 APG 及貝萊德，以及三大退休金組織。而負責監督準則的國際財務報導準則基金會，先前也表達對執委會計畫的擔憂。

(資料來源：Investment & Pensions Europe，“Regulator hits out at Commission’s bid for powers to alter IFRS rules”，2018 年 7 月 23 日，
<https://www.ipe.com/pensions/pensions/pensions-accounting/regulator-hits-out-at-commissions-bid-for-powers-to-alter-ifrs-rules/10025853.article>)

歐洲：FRC 的職權範圍與文化受到利害關係人質疑

近期，專業團體指出財務匯報局(FRC)需要重新調整其文化，並改革其職權範圍(remit)。今年 4 月，外界批評 FRC 未能發現 Carillion 的問題，英國政府提出 Kingman Review[註 1]，目前收到第一批回應意見。

這份檢視由英國商務、能源與產業策略部門(BEIS)發起，希望瞭解包括 FRC 的角色與目標、效能及其權力、預防公司倒閉的潛在角色、法律地位和與政府之間的關係，以及治理與領導。

英格蘭及威爾士特許會計師協會(ICAEW)表示，希望仍保有 FRC 但需有改革。營運長 Vernon Soare 表示，在脫歐以後，英國必須成為最值得投資與經商之處，因此主管機關必須要能立足全球，讓國內外對英國公司治理、審計與會計標準都有信心。ICAEW 相信 FRC 可肩負此角色，但需政府給予更嚴謹的職權、明確定義的界線、強化的權力，並不懈堅守推動進步的承諾。

財務會計員協會(AAT)表示，最近受矚目的調查案，包括 HBOS 與 BHS，都顯示 FRC 效能不彰，希望保留 FRC，但在授予額外權力之前，需對其文化與前景做重大改革。AAT 強調其擔憂，即 FRC 與四大會計師事務所關係過於緊密，FRC 的高層由數名四大事務所前員工所組成，且 BEIS 中負責 FRC 的董事(Kate Marshall)與 FRC 執行長(Stephen Haddrill)結婚。AAT 表示，不管利益衝突僅感覺上或真實地存在，雙方均主張此非利益衝突的事實，顯示對這起事件會對 FRC 造成多大名譽傷害缺乏認知。

認證內部稽核師協會(CIIA)表示，由於 FRC 的職權範圍太廣、層級太高，其任務與目標均需更為明確。FRC 應該摒除「非核心」功能，如管理會計專業，以更專注其「核心」任務，如公司治理。

英國董事協會(IoD)則抱持不同意見，他們建議應設立一個獨立的公司治理委員會，以檢視英國的公司治理架構，使 FRC 可以更專注其「強化公司審計的核心任務」。IoD 表示，最近幾起的公司倒閉事件，已突顯需對法定審計目的及主管機關如何監督做基本性的檢視。其公司治理部主管 Roger Barker 表示，追求審計品質健全，又要維持英國備受外界尊崇的原則性公司治理制度，那就必須在兩者之間清楚定義。Barker 表示，外界對於增加法定審計調查與執行權力存在強烈爭議。然而，公司治理與投資人盡職治理守則，在本質上與監理活動是不同的領域，後者將受益於更具彈性以及更合作性的方法。

FRC 表示期待 Kingman 完成其檢視後提出相關建議，現在還不適合就個別意見多做評論。

[註 1] Kingman Review 為財務報告委員會（FRC）的獨立檢視。該檢視由擁有豐富民間和公共部門經驗的 John Kingman 爵士所領導(<https://www.actuaries.org.uk/news-and-insights/public-affairs-and-policy/kingman-review>)

(資料來源：Evening Standard，“Scope and culture of FRC questioned by stakeholders”，2018 年 8 月 8 日，

<https://economia.icaew.com/news/august-2018/scope-and-culture-of-frc-questioned-by-stakeholders>)

臺灣：公司治理大翻新！ 公司法修正完成三讀

立法院臨時會今天下午三讀通過公司法修正案。為強化公司治理，繼續 3 個月以上持有已發行股份過半數之股東，得自行召集股東臨時會。公司法自 1931 年（民國 20 年）開始施行後，歷經 25 次修正，除於 2001 年曾大幅度修正過，其餘修正幅度皆不大。但隨著經濟社會的全球化發展，公司已成為國家經濟活動的核心組織，影響力日漸深遠；為因應新型態經濟發展模式興起，以及創新事業蓬勃發展及經濟轉型的挑戰需求，行政院去年 12 月 21 日通過經濟部擬具的公司法修正草案。

行政院版草案修正近 150 條，變動幅度為 10 年之最，希望達成提供我國友善創新及創業環境、強化公司治理、提升股東權益、增加企業經營彈性、管理制度效率化與電子化，以及遵守國際洗錢防制規範等目標。

在立法院審議期間，朝野立委對於許多條文意見分歧，特別是半數股東可自行召集股東臨時會改選董監事的「大同條款」、「SOGO 條款」、是否刪除法人董事，以及申報實質受益人等條文，爭議最大；上述條文今天經過表決，完成二、三讀。

此次修法主要有 3 大主軸：彈性化、電子與國際化、強化公司治理。在彈性化方面，包括員工獎酬工具有彈性、非公發公司董事席次有彈性、非公發公司實際召開董事會有彈性、非公發公司股東間策略聯盟有彈性、盈餘分派有彈性、舉債有彈性、發行面額股或無面額股有彈性。

在電子與國際化方面，包括發行股票無實體化、股東提案電子化、非公發公司股東會議電子化、直接承認外國公司有法人人格、開放外文名稱登記。

在強化公司治理方面，則聚焦洗錢防制，包括放寬董事會召集程序、簡化董事提名程序、落實股東會召集權人之權利、新增公司治理人員、遵守國際洗錢防制規範。

經由表決通過的重要條文，包括「SOGO 條款」，公司設立或其他登記事項有違刑法偽造文書印文罪章，經裁判確定，由中央主管機關撤銷或廢止其登記，利害關係人也可申請撤銷；「大同條款」依民進黨團再修正動議通過，繼續 3 個月以上持有已發行股份過半數之股東，得自行召集股東臨時會；前項股東持股期間及持股股數之計算，以第 165 條第二項或第三項停止股票過戶時之持股為準。

（資料來源：聯合報，「公司治理大翻新！ 公司法修正完成三讀」，2018 年 7 月 6 日，<http://cgc.twse.com.tw/latestNews/promoteNewsArticleCh/2533>）

臺灣：保險業出席股東會 明年要 5 成

為強化公司治理，金管會要求從金融業帶頭作起股東行動主義，要求金融業必須積極出席所投資的上市櫃公司股東會，或以電子投票表達意見，保險業投資上市櫃公司逾千家，被要求今年出席率要達四成，明年要達五成，後年更要達到七成，產險及壽險公會要在 7 月彙整各公司出席股東會情況，讓金管會檢視是否達標。

由於上市櫃公司股東會多在 6 月已舉行完畢，據保險局初步了解，今年保險業出席股東會及電子投票占所有投資公司家數應有四成以上，所以今年應可達標。

據金管會最新版公司治理藍圖分析，機構投資人約占股市交易量四成，為了強化機構投資人對公司治理的影響，今年將要求投信簽署機構投資人盡職治理守則，比重要達七成，保險業、銀行及券商則要達到五成以上。

另外，在要求金融業帶頭落實股東行動主義上，將要求銀行及保險公司積極出席其投資的上市櫃公司股東會或採取電子投票表達意見，以影響被投資公司強化公司治理。

保險業，尤其是壽險公司投資台股逾 1.5 兆元，投資的公司家數逾千家（若國泰人壽、富邦人壽都投資中華電信，則算兩家），保險局在 101 年 3 月就已發函要求各保險公司針對其財務性投資的公司，是否出席股東會或行使表決權，都要出具分析報告，若有行使投票權必須以保戶最大利益為出發點，不得有股權交換或利益輸送的情事，並要在股東會結束後將相關書面報交董事會。

依據目前保險法 146 條之 1，保險業可在其資金 30% 範圍內投資股票，但保險公司及其關係人、經理人都不得出任被投資公司的董監事，保險資金也不得支持任何人出任被投資公司董監、也在董監選舉上沒有投票權；但對其他議案上，金管會要求保險業要充分表達意見。

（資料來源：工商時報，「保險業出席股東會 明年要 5 成」，2018 年 7 月 24 日，<http://cgc.twse.com.tw/latestNews/promoteNewsArticleCh/2571>）