

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「2025 年亞洲公司治理協會  
(ACGA) 第 24 屆年會及圓桌會議」  
報告

服務機關：勞動部勞動基金運用局

姓名職稱：許耕維副局長

派赴國家：韓國

出國期間：114 年 11 月 11 日至 11 月 15 日

報告日期：115 年 1 月 2 日

## 摘要

亞洲公司治理協會（Asian Corporate Governance Association，以下簡稱 ACGA）係於 1999 年底成立之非營利會員組織，致力於促進亞洲地區公司治理之健全，並增進資本市場發展。該協會目前有超過 100 個會員，包括全球或區域性退休基金、資產管理公司、上市及非上市公司、律師及會計師事務所、大學等。勞動部勞動基金運用局統籌勞動基金、國保基金及農退基金之投資運用業務，截至 114 年 10 月底整體管理資產規模約新臺幣 8 兆 2,840 億元。雖然近年來受到全球政經情勢大幅變化影響，使得全球股市、債市及匯市等金融市場波動加劇，勞動基金運用局透過多元資產配置布局、分散風險的投資策略，追求基金長期穩健收益，並於投資過程落實機構投資人盡職治理原則，納入對公司治理、企業社會責任、勞工權益、人權、環境、氣候變遷風險及永續發展的關懷，以促進企業實踐公司治理及永續作為，並透過不斷擴展 ESG 投資策略及深化股東行動，發揮機構投資人的影響力。

ACGA 於 114 年 11 月 12、13 日在韓國首爾舉行 2025 年年會。本次年會共有來自 28 個區域之 ACGA 會員、公司治理相關國際組織及機構投資人代表約 250 人參與。勞動基金運用局派員參加本次 ACGA 會議，了解亞洲國家推動公司治理與永續發展作為，並與其他與會代表進行交流。未來，勞動基金運用局將參考國際公司治理發展趨勢，持續透過機構投資人的影響力引導企業強化公司治理及邁向綠色經濟，為全球公司治理及永續發展做出貢獻。

## 目 錄

壹、 前言 .....	4
一、亞洲公司治理協會簡介 .....	4
二、目的及過程 .....	4
貳、 114 年 11 月 12 日主要議題討論摘要 .....	6
一、議題 1：亞洲資本市場監理的改革與企業價值提升計畫-日本、 韓國及中國的路徑 .....	6
二、議題 2：AI 與資安風險：引領公司治理的新領域 .....	9
三、工作坊 .....	11
四、議題 3：貪污與詐欺：審計委員會的角色 .....	18
五、議題 4：亞洲公募與私募市場的治理策略 .....	20
參、 114 年 11 月 13 日主要議題討論摘要 .....	24
一、議題 1：氣候治理與轉型策略：東西方比較 .....	24
二、議題 2：地緣政治帶給董事會的挑戰 .....	27
三、工作坊 .....	30
四、議題 3：家族企業與財閥－繼任計畫與創建高效率的董事會 ....	38
肆、 ACGA 會員圓桌會議 .....	41
伍、心得與建議 .....	44

## 壹、前言

### 一、亞洲公司治理協會簡介

亞洲公司治理協會（Asian Corporate Governance Association，以下簡稱 ACGA）成立於 1999 年為非營利會員組織，宗旨在透過公司治理評鑑、研究、宣傳及教育訓練等方式，致力與各國退休基金、資產管理公司等機構投資人、公司及各國金融市場監理機關等，共同推動亞洲區公司治理之健全發展，並增進亞洲經濟及金融市場之永續發展。該協會擁有超過 100 個所屬會員，分布於亞太地區、歐盟及美國等，包括各國退休基金、資產管理公司、金融機構、上市及非上市公司、律師及會計師事務所等。

ACGA 業務涵蓋公司治理研究、提供專業培訓與教育、舉辦公司治理及永續發展相關會議合研討會等。此外，ACGA 亦積極參與亞洲各國金融監理機關推動公司治理及永續發展政策制定與改革，與各國政府部門保持緊密合作關係，提出修訂相關法規制度的建議。

### 二、目的及過程

勞動部勞動基金運用局統籌勞動基金之投資運用業務，包括新、舊制勞工退休基金、勞工保險基金、就業保險基金、積欠工資墊償基金及勞工職災保險基金。截至 114 年 10 月底，整體勞動基金規模為 7 兆 5,646 億元，收益數為 8,595 億元，收益率為 12.46%，10 月單月收益為 3,006 億元。若加計受託管理之國民年金保險基金及農民退休基金，總運用規模達 8 兆 2,840 億元，收益率為 12.47%，收益數為 9,324 億元。近年來金融市場波動劇烈，勞動基金秉持專業，持續追求穩定表現，以長期成果來看，近 10 年（104~114.10）平均收益率為 7.76%，國保基金近 10 年（104~114.10）平均收益率為 8.25%，投資績效穩健。在市場波動加劇的環境下，勞動基金運用局持續秉持著全球多元布局、分散風險的投資策略，不斷研究、創新以提高基金長期穩健報酬。此外，作為大型政府基金及專業機構投資人，在追求基金長期穩健收益下，勞動基金運用局亦於投資過程中納入公司治理面向，包括對社會、勞工權益、人權及環境的關懷，以鼓勵企業實踐永續作為，並

透過不斷擴展 ESG 投資策略及深化股東行動，以發揮機構投資人的影響力。

隨著投資者對企業揭露資訊透明度、誠信和社會責任的要求不斷提升，良好的公司治理不僅是對企業的基本要求，更是企業永續發展的關鍵。為了解並掌握國際上對公司治理發展的趨勢，勞動基金運用局派員參加 ACGA 於 114 年 11 月 12、13 日在韓國首爾舉行的第 24 屆年會，本次的會議主題為 From Compliance to Value Creation: A new era in Asia，討論議題包括：資本市場監理改革與企業價值提升計畫、AI 與資安風險、審計委員會面對貪污與詐欺的角色、公募與私募市場的治理策略、東西方氣候風險治理與轉型策略比較、地緣政治風險帶給董事會的挑戰、家族企業與財閥繼任計畫與創建高效率的董事會等。以上的討論議題多元且豐富，亦為全球法人機構及資產所有者所關注的焦點議題。

本次年會共有來自 28 個區域之 ACGA 會員、公司治理相關國際組織及機構投資人代表約 250 人出席。經由本次會議的參加，不僅了解亞洲國家對於各項公司治理及永續發展與機構投資人盡職治理的作為，學習如何有效與企業管理階層及董事溝通議合，並與其他與會代表進行交流。未來，勞動基金運用局亦將持續深化對被投資公司落實公司治理的瞭解與溝通對話，並藉由機構投資人的影響力引導企業強化公司治理，為全球永續發展做出貢獻。

## 貳、114 年 11 月 12 日主要議題討論摘要

### 一、議題 1：亞洲資本市場監理的改革與企業價值提升計畫-日本、韓國及中國的路徑

(Value-Up programmes: An update from regulators (Japan, Korea, China))

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

與談人:

- Mr. Hiroshi Ozawa, Chief Deputy Director, Corporate Accounting and Disclosure Division Policy and Markets Bureau, Financial Services Agency, Tokyo
- Ms. Jae Suk Yun, Director General, Corporate Value-up Support, Management Strategy Division, Korea Exchange, Seoul
- Dr. Zhongbo Yu, Deputy Director, Research Institute, Shenzhen Stock Exchange, Shenzhen

由於過去多年亞洲部分證券市場的股東權益報酬率（ROE）長期偏低，進而影響企業估值及投資人信心，為了建立更具吸引力的投資環境，亞洲各國證券市場主管機關紛紛推出強化證券市場之公司治理監理改革措施，鼓勵企業改善自身資本運作、提高公司治理水準與提升股東回報。本議題聚焦於日本、韓國與中國的公司治理改革，分析資本市場改革措施之具體內容及其挑戰，並探討這些改革如何促進亞洲證券市場實現持續性的成長與發展。

#### (一)日本的公司治理改革

東京證券交易所（Tokyo Stock Exchange, TSE）和日本金融廳（Financial Services Agency, FSA）聯合推出行動計畫強調公司治理模式從合規轉向價值創造，解決長期存在的上市企業低營運效率、估值偏低等問題。自 2014 年起，推動公司治理守則（Corporate Governance Code）與盡職治理原則（Stewardship Principle），強調董事會的獨立性與多元性，要求董事會加強股東

對話並關注股東價值，強化企業對股東的責任，並鼓勵更多機構投資人落實盡職治理原則積極督促公司董事會落實公司治理。FSA 和 TSE 每年都會共同推出行動計畫的更新版本，以持續鼓勵企業推動這些措施。

2023 年 FSA 和 TSE 共同推出「企業價值提升行動方案」(Action Program for Corporate Value Improvement)，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人進行有效對話，核心理念為企業在提升長期價值之際，應關注當前的股東回報，進而創造更具吸引力的投資環境。儘管日本的改革措施在政策層面取得一定的成功，但諸多企業之市值仍低於帳面價值，顯示企業在實際操作中，仍存在公司治理不足、資本運用效率不足等問題，因此，未來日本的改革需要更加聚焦於如何落實改革政策，並克服治理結構中存在的形式主義問題。

2025 年日本機構投資人盡職治理原則進行更新以鼓勵合作參與；而公司治理守則將於 2026 年更新著重簡化公司治理準則，以促進基於原則的方法和對可用業務資源的合理配置，並強調提高資本效率，及提出一系列激勵措施以促進企業提高股東回報。例如推動企業積極回購股票及提高股息發放，進一步改善資本結構，並鼓勵企業實施資產重組與不良資產清理，從而提高資本運作效率。此外，提升董事的素質包括具備相關專業知識，以便在公司董事會中發揮有效作用。

## (二)韓國的公司治理改革

韓國證券市場長期面臨「韓國折價」(Korea Discount)問題，資本市場對韓國企業的估值普遍較低，原因之一即公司治理結構不健全，特別是對少數股東權益的保障不足。韓國金融服務委員會(Financial Services Commission, FSC)為了解決此問題，在 2024 年啟動「企業價值提升計畫」(Corporate Value-up Program)，目的是提升企業的資本效率及股東回報，內容包括如何改善公司治理、提升股東回報及加強資本配置，加強董事會的獨立

性與專業性，要求更多外部董事參與決策過程，並且增強投資者的監督功能，賦予董事會更大的責任，包括批准管理層制定的「價值提升計劃」，以及要求高階主管參與投資者關係活動並加強與股東互動，定期揭露經營狀況與股東回報之相關資訊、積極提高股息支付及推動庫藏股回購等措施，以提升整體市場吸引力。

FSC 鼓勵公司自願加入價值提升計劃，以反映其更真誠的承諾，計劃的策略係透過表彰優秀公司，目前已推出「價值提升指數」，共有 13 檔 ETF 和類似產品追蹤該指數，吸引機構投資者參與，年初至今的表現優於韓國綜合股價指數（KOSPI）9%。政策制定者正考慮將股息所得稅與綜合所得稅分開徵稅，並將韓國的股息稅率從 45%降至 25%，使其低於所得稅水平，從而鼓勵公司派發更多股息，使股東受益。然而，Value Up 的目標不僅在於提升長期的股東回報，也致力於改善特定公司的長期前景。

韓國的改革計畫仍面臨諸多挑戰，尤其是如何克服傳統財閥（Chaebol）結構的負面影響，例如股東與管理階層利益不一致、董事會獨立性較差的問題，皆導致落實改革措施遭遇巨大阻力。

### （三）中國的公司治理改革

中國的資本市場改革起步較晚，但隨著經濟轉型與資本市場深化，越來越多企業開始關注公司治理結構與股東回報問題，中國證監會（China Securities Regulatory Commission, CSRC）在過去幾年間發布指導意見並提出一系列政策，目的在提升上市公司的治理結構，要求某些公司採取措施改善其估值，並為投資者創造更穩定的回報。儘管中國的市場價值管理計劃大約在一年前啟動，但該計劃在國際上似乎並不為人所知。大型公司如果能更明確地制定這些計劃，可能會提高大眾的認知度。

證監會指導意見及政策要求主要指數成分股以及其他股價低於帳面價值超過一年的公司推出包括明確的股利政策與現金分配流程，並鼓勵企業進行庫藏股回購，以提升資本運作效率；同時要求加強董事會結構，提升董事會對公司經營策略與財務狀況的監督力度。證監會也加強監管力度，要求企業提出更透明的環境與社會責任報告，並將其納入公司治理之重要指標，此舉有助於吸引更多國



際機構投資者的關注。證監會將對不遵守規定的相關公司採取監管行動，同時也將加強上市標準以吸引更多優質的公司。同時，下市標準也變得更加嚴格－例如，連續收到負面審計意見的公司將被下市。

亞洲的資本市場改革已在公司治理、股東回報與市場透明度方面取得初步成效，惟改革仍面臨諸多挑戰，各國政府須繼續加強制度建立，並在企業層面推動文化與結構性的深入變革，隨著這些改革的深化，未來十年，亞洲市場有望成為全球資本市場的重心，吸引更多長期資金與國際機構投資者。

## 二、議題 2：AI 與資安風險：引領公司治理的新領域

(AI and Cyber-risk: Navigating the New Frontier in Corporate Governance)

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

本議題討論人工智慧模型相關的風險，主要聚焦兩大主要風險類別：模型風險（涵蓋可解釋性、透明度和嚴格測試）和更廣泛的治理風險。生成式 AI 為企業帶來效率、創新與數據價值，但也伴隨演算法偏誤、黑箱決策、敏感數據外洩與法律風險。資安威脅同時加劇，攻擊從 IT 擴散至 OT 營運系統、IoT、通訊網路與 AI 系統本身，使企業面臨更高複雜性的風險組合。企業已無法再將 AI

與資安當作技術議題，而是需要納入整體治理框架的重要議題。演算法偏見和提示注入攻擊漏洞等倫理挑戰成為日益令人擔憂的問題。網路安全被認為是至關重要的新領域，建議董事會儘可能在每次會議上討論網路安全問題，尋求獨立專家意見，針對低機率但高影響的場景進行演練，並將安全支出視為持續投資，而非一次性成本。

以韓國電信（KT）為例，KT 是在韓國人工智慧運作方面的整合領先的電信營運商，經營全球規模最大的人工智慧驅動型呼叫中心之一，並開發一系列自主的大型語言模型。為了因應新興風險，KT 於 2024 年成立了專門的「負責任人工智慧中心」。該中心圍繞著問責制、永續性、透明度、可靠性和包容性這五大核心支柱建構。其治理透過內部道德委員會、外部顧問委員會以及端到端的流程來實現，這些流程涵蓋從資料品質保證和偏見緩解到企業級人工智慧素養和培訓計劃等各個方面。

企業要落實負責任 AI 創新，包括建立 AI 責任長、跨部門審查委員會、模型審查與全生命周期管理，需建立清楚的原則（安全、當責、公平、可靠等），並確保所有員工具備相關倫理與風險意識。若缺乏有效治理，AI 可能成為未爆彈，引發偏誤、違規與聲譽危機。

資安攻擊模式已從傳統 IT 系統入侵擴大至混合式攻擊，包括資料竄改、癱瘓企業營運與散播假訊息，甚至波及整個供應鏈。企業需建立跨部門、跨產業協作防禦模型，並進行多情境演練。公司董事會需清楚掌握危機分層應對機制，包含事件應變、決策與對外溝通，避免小事件演變為重大危機。企業需揭露 AI 資安治理架構、風險流程與實際案例，而不僅是口號式原則。監管單位同時要求公司強化 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。

在監管法律方面，韓國的人工智慧框架法（通常被稱為人工智慧基礎法）於 2025 年 1 月頒布，並將於 2026 年 1 月 22 日生效。與歐盟人工智慧法的四級風險金字塔不同，該法著重於可能影響人身

安全、關鍵基礎設施、金融、醫療保健或基本權利的「高影響力人工智慧」系統。韓國金融和市場監管機構正在試點使用大型語言模型來輔助審查上市公司的年度報告和揭露文件，這表明人工智慧在監管監督方面的作用日益增強。

以新加坡為例，更廣泛的人工智慧數位經濟正成為關鍵驅動力，預計在 2024 年將對 GDP 貢獻約 18%，而企業人工智慧部署的大部分仍集中在提高 IT 效率、流程自動化和客戶服務方面。新加坡持續推行產業主導的模式，並與監管機構共同製定行業特定標準。其主要框架包括模型人工智慧治理框架（於 2024 年 5 月更新以涵蓋生成式人工智慧）和人工智慧驗證測試工具包，均與 ISO/IEC 42001 和 5338 等國際標準保持一致。新加坡鼓勵企業在高風險應用中保持人機協同或人機監控，並明確揭露人工智慧何時影響決策。

講者分享負責任的人工智慧好比一輛速度極快令人興奮的跑車，但若缺乏有效的煞車機制（例如強有力的治理、測試、評估、員工培訓和透明的報告）可能產生極大危險。公司不應盲目地投入人工智慧，並應將 GPU 資料中心等資本密集型投資與合理的利用率和折舊時間表相匹配，同時配備強有力的下行風險保護措施，以贏得利益相關者的信任，而這些投資應被視為真正的競爭優勢來源，而不僅僅是合規義務。企業應優先建立 AI 與資安治理委員會，引入模型審查流程、更新危機通報制度，並提升年度報告的治理揭露深度。董事會需定期檢視 AI 與資安風險，並確保企業能量化並管理 AI 帶來的跨領域衝擊。未來的競爭優勢將來自「可信任 AI」與「高韌性資安架構」，這也將成為企業聲譽與永續治理的重要基礎。

### 三、工作坊

#### 1-1：股東會制度與代理投票顧問

(AGMs and proxy advisors)

主持人：Stephanie Lin, Research Head, Korea and Singapore,  
ACGA, Hong Kong

與談人：

- Dr. Hyunyoung Hwang, Ph.D., Research Fellow, Capital

Markets Department, Korea Capital Market Institute,  
Seoul

- Jaewook Baek, CEO, Daishin Economic Research Institute,  
Seoul
- Sara Lee, Director, Responsible Investment & Stewardship,  
APAC, APG Asset Management Asia, Hong Kong

#### (一)股東會(AGM)制度的結構性問題：開會日期集中、資訊延遲與低透明度

亞洲（特別是韓國）股東會開會日期普遍集中在密集期間同時舉行，形成「Super AGM Days」，導致外資與機構投資人難以有效審閱議案。企業傾向在法規允許的最晚時間才公布股東會議案與財務報告，使投資人在極有限的時間內分析相關資訊，不利於做出投票決策。此外，許多公司在實體與資訊層面仍使用過去傳統流程，缺乏英文資訊、董事未全數出席、Q&A 流程不透明等問題，使得股東會難以發揮投資人與公司經營階層落實治理與溝通功能。

#### (二)企業與投資人溝通不足：缺乏股東會議案前的溝通

韓國尚未解決的「盲目分紅」問題，即公司在批准分紅之前就設定股權登記日，削弱股東的決策權；另核准的高階主管薪酬限額與實際支付金額之間經常存在差異，凸顯已揭露的公司治理框架與實際操作之間的差距。

股東會(AGM)的核心瓶頸是「缺乏股東會議案前的溝通」。重大股東會議案如董事選任、薪酬、併購通常在最後提案時才與外資機構投資人接觸，且會議資料缺乏完整性、不具可比較性。股東會代理投票顧問雖在補充資訊上扮演重要角色，但可能受限於並非完全熟悉當地資本市場或產業概況，造成外資機構投資人高度依賴但又未能完全信任代理投票顧問的矛盾。企業若不主動提前進行股東會議案溝通，將使表決流於形式，不利長期公司治理品質。然而，韓國 2025 年生效的商法監管變革，加上散戶參與度的提高，以及機構投資人對盡責管理準則的日益重視，會逐步推動韓國的股東會制度朝著更加透明、公平和問責的方向發展。

### (三)外資參與困難：流程繁瑣與制度限制

外資在韓國參與股東會(AGM)面臨高度制度性障礙，包括：複雜身份驗證要求、授權及登記程序、股東大會通知延遲、英文資料延遲、投票時間有限以及董事經常缺席股東大會，這與全球普遍期望董事會回答股東問題的預期形成鮮明對比。此外，部分公司對外資身份要求嚴格，導致外資受限於「觀察員」身份，無法進行提問或參與議程，甚至無法以投票身份入場。時間壓力更是關鍵挑戰，當議案英文版本在會前 2~3 天才發布，投資人很難在截止日前進行合理分析並進行議案投票。然而，對韓國於 2025 年 7 月和 8 月通過的商法修訂表示樂觀，這些修訂加強董事的義務及責任，並可能鼓勵獨立董事在股東大會上更積極地與股東互動。

### (四)制度改革方向：提前揭露資訊、電子及實體股東會、與流程標準化

韓國 2025 年生效的商法修訂案旨在解決若干結構性問題，這些改革措施包括：引入董事對股東的忠實盡責義務，要求至少三分之一的董事為獨立董事，限制控制股東選任審計委員會董事表決權上限 3%，強制大型公司召開電子股東大會，禁止豁免累積投票，以及擴大審計委員會的單獨選舉。例如強制註銷和更公平地處置庫存股等規定，顯示韓國在改善股東大會環境方面持續取得進展。

其他有效改革措施還包括資訊提前揭露，提供完整議案、財報、審計報告，並同步提供英文版本；透過科技導入電子投票等 (Hybrid AGM)，提供跨國投資人更友善便捷的參與股東會方式，並提升議程透明度；以及標準化投票流程，包含投票截止時間、議案格式、Q&A 流程，使外資能預期且有足夠時間準備。

### (五)理想的現代化 股東會(AGM)：公司治理與對話的平台

韓國資本市場正經歷著向更高治理水準和投資人參與度的轉變。為了重新定義股東會，所有利害關係人包括公司、股東、代理顧問和監管機構，都必須將其視為一個透明的雙向溝通平台。公司應清楚溝通，股東應積極參與，代理顧問應促進對話，監管機構應建立有效的框架。加強資訊揭露、投資者活動和代理顧問指導對於促進有意義的股東會參與至關重要。股東會將從獨白式的發言演變為互動式的對話。理想的股東會(AGM)不只是表決而已，而應是企業

年度治理的公開對話。董事會成員應全體出席、透明且可預期的Q&A、完整且提前發布的議案資料，以及跨語言支援，都是國際機構投資人重視的要素。只有當企業願意從「最低限度合規」邁向「主動透明」，股東會(AGM)才能真正成為公司治理提升的關鍵場域。

#### 1-2：亞洲資本市場價值提升計畫

(Value Up - What does it take to work)

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

與談人：

- Ms. Aya Fujiki, ESG Stewardship Manager, Global Stewardship & Engagement, Capital Group, Tokyo
- Ms. Fujia Liu, Director, Senior Equity Product Strategist, E Fund Management Co., Ltd., Guangzhou
- Mr. Su Keun Kwak, Independent Director (Chair of Audit Committee and CEO Recommendation Committee), Shinhan Financial Group, Seoul
- Mr. Su Sang Yoon, Vice President, Investment Stewardship, Asia ex-Japan, J.P. Morgan Asset Management, Hong Kong

為因應亞洲部分資本市場股東報酬率表現不佳之問題，近來亞洲各國主管機關積極推動公司治理改革與價值提升（Value Up）計畫，主要聚焦於韓國、日本與中國之改革路徑，從董事會角色、董事素質、投資人參與及資訊揭露等多面向，深入探討如何提升公司價值與治理成效。

##### (一)董事會質量與獨立性

高品質且具專業能力的董事會是公司治理改革獲得成功的關鍵，但以日本為例，多數上市公司具財務專業能力之外部獨立董事比例過低（約 15%），影響資本配置與決策的有效性，需提升外部獨立董事素質並加強提前揭露年度報告；韓國上市公司董事則具任期與兼職及薪酬限制，優秀之獨立董事短缺，而機構投資者

希望董事會包含不同國籍及專業背景之成員，以引入不同視角並提升決策品質，並改善資訊揭露時效性。

## (二)績效激勵與長期導向

董事會與高階經營管理層的績效激勵應與公司長期價值目標緊密結合，例如提供股權激勵即為有效做法，雖然日本及韓國之部分上市公司仍偏重短期股價表現，但已有企業採用長期、流程導向的股權激勵方案，配合股息政策、庫藏股及外部獨立董事參與，形成較完整的長期公司治理框架，機構投資者則強調公開董事薪酬與 KPI 資訊，有助機構投資人瞭解企業長期策略與治理誠意。

## (三)機構投資者角色與積極參與

機構投資者為亞洲公司治理改革之重要推動者，可透過定期與董事會、與 CEO 及獨立董事直接對話，理解公司治理策略、資本配置及股東價值創造計畫。在中國及韓國，機構投資者會利用股東會投票、參與股東會並提問，促使公司提升資訊透明度及實現長期價值目標。實務顯示，機構投資者藉由持續性互動，能促使上市公司改善資訊揭露、增進股利支付及實施庫藏股，最終提升股東回報。

## (四)資訊揭露與透明度

透明與及時資訊揭露為推動公司治理改革的重要因素，公司應清楚說明公司資本配置政策，即如何在投資與股東報酬率間取得平衡，而不僅是數字本身，東京證券交易所即透過公布最佳實務與失敗案例，創造「示範與壓力」效果，促進企業提升透明度及資訊揭露。

## (五)結論與建議

高品質董事會、有效激勵機制及資訊透明是推動企業長期價值提升的核心，機構投資者與企業的溝通建立長期的合作關係，有助於將公司治理政策從形式轉化為實質治理效果，各國推動公司改革時，應兼顧有效制度設計、資訊揭露及市場引導，並以階段性目標逐步落實。

### 1-3：股東行動主義－亞洲市場的挑戰

(Activism – Challenges in Asian markets)

主持人: Dr. Woochan Kim, Professor of Finance, Korea  
University Business School, Seoul

與談人:

- Changhwan Lee, Founder, CEO and CIO, Align Partners Capital Management Inc., Seoul
- Naoko Ueno, VP, Asian Research & Engagement, Glass Lewis Japan GK, Tokyo
- Seth H. Fischer, Founder & Chief Investment Officer, Oasis Management, Hong Kong

本場次討論重點在於公司面對股東行動主義倡議時所遇到的挑戰，並討論機構投資人與董事會如何透過建設性對話，促進更良好的公司行為與市場標準的提升。

#### (一)韓國市場的挑戰

韓國前 200 大企業中有 93% 由控股股東企業集團家族透過其他公司間接控制。控股股東通常更重視企業集團的成長與維持控制權，而非最大化股東價值。股東會出席率平均僅 75%，使控股股東企業集團家族能輕易通過多數表決事項，無需依賴外部股東支持。

韓國公司通常僅在股東會會議召開前 14 天公布相關資訊，使全球資產管理人難以及時作出判斷，有限的股東會揭露時程與內容使全球投資者難以作出理性決策。投票服務平台缺乏支援累積投票的使用介面，無法執行累積投票成為股東行使權利的一大障礙。相關代理投票服務供應商儘快改善系統，使股東能有效運用累積投票，並強調應在董事會中設立股東提名董事候選人（Shareholder Nominees）委員會，以確保董事會能真正代表所有股東利益。

韓國股東缺乏「實質權力(hard power)」，防止壟斷監督機制



的選舉審計委員會董事「3%規則」雖具關鍵意義，但應一致適用於所有公司的董事會，包括非由控股股東企業集團家族主導的公司。

## (二)韓國近期法規變革

為保障小股東權益，韓國通過商法(Commercial Act)修正案，將董事忠實義務擴大至全體股東，這項義務過去僅限於公司本身。設立防止壟斷監督機制的「3%規則」，不管大股東跟他的關係人持股多少，在選舉審計委員會董事的時候，他們的投票權最多只能用到3%。資產規模超過2兆韓元的上市公司，必須實施累積投票制選出董事，並將與一般董事分開選任的審計委員會董事名額從1人增至2人。

## (三)未來具體的改革建議

1. 韓國需要更具體的股東會改革措施，包括全面採用累積投票制度及增加股東提名董事席位。國民年金基金(National Pension Funds)應在推動資產管理人積極參與行動主義中扮演重要角色，以提升企業價值。
2. 強調具備專業技能獨立董事的重要性，董事會往往過度依賴學術界，而缺乏專業訓練，呼籲應為董事提供持續培訓，尤其是在人工智慧等新興領域應成為強制性要求，並呼籲加強併購(M&A)交易的揭露與審查，董事需持續學習以應對產業變化。
3. 為加強亞洲的股東行動主義，建議包括關注切實可行的法律救濟措施以保障股東權益；加強董事培訓，明確專業技能要求；為防止家族企業壟斷的投票規則；推廣便捷公平的電子投票；以及借鑒日本透過累積投票與強化問責機制成功推動治理改革的經驗，改善股東會資訊揭露制度，及機構投資人股東會代理投票決策，鼓勵公共養老基金發揮強有力的盡職治理作法，以及機構投資人支持異議董事候選人(Dissident Directors)進入董事會，以提升公司治理與董事會問責性。
4. 建議代理投票顧問機構針對議題提供建議應包含不同視角的多元觀點，供機構投資人在決策時參考，而機構投資人亦應具備資訊判斷能力。持續對話與改革係提升公司治理品質與股東

價值的重要關鍵。

#### 四、議題 3:貪污與詐欺：審計委員會的角色

(Corruption and fraud: Role of audit committees)

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

本場次討論重點在於分享韓國公司治理經驗、審計委員會的功能與改革，以及近期公司治理法規變動如何提升對利益衝突與資源挪用的監督。

##### (一)韓國公司現況與挑戰

韓國過去公司法規範公司組織架構源於德國法律架構，1997年亞洲金融危機後推動改革，部分公司採用美國審計委員會制度，另部分仍沿用德國法律架構。審計委員會在韓國是相對新興的制度。採用美國審計委員會制度傾向於更廣泛的董事會成員參與。

韓國公司的審計委員會常被認為未能有效偵查與阻止長期的資源挪用，實務上審計委員會成員多屬於家族與管理階層，缺乏真正獨立性與專業性。獨立性包括事實獨立性和認知獨立性都至

關重要，董事同時也需要具備深厚的專業知識。以董事會與審計委員會的任命機制，董事會成員多由家族支持與默許，審計委員會成員由董事會成員中選取，因此存在強烈的家族影響力。揭露企業腐敗的核心挑戰之一是投資者能否解讀管理層交易背後的意圖，而大量學術界人士湧入董事會，可能更注重人際關係而非實際技能，更加劇此一挑戰。審計委員會的實際獨立性與專業性仍待提升。在韓國財閥主導的企業格局中，控股股東可能透過「隧道效應」（例如，透過虛報特許權使用費等自利交易）來剝削少數股東的利益。與美國常見的全資子公司不同，韓國的控股公司和子公司通常都是上市公司，這加劇了潛在的利益衝突。在韓國，僅需 20-30%的持股即可控制（而許多其他市場則需要 50%），因此真正的獨立性難以實現，因為與家族關係密切的提名人選可能會主導董事會的決策。控制股東對於選任董事會成員並沒有限制，故控制股東可以自由選任與自身關係良好的人選成為董事會成員。當審計委員從董事會成員中選任，此時選任的審計委員已經難以對控制股東產生約束力，少數股東也難以發揮影響力。

## (二)韓國近期法規制度改革

1. 近期修法規定資產超過 2 兆韓元的大型企業採用累積投票制，將審計委員會外部董事成員人數從 1 人增加至 2 人，以增強其對公司實務的影響力。另限制控制股東影響力，將控制股東選任審計委員會所有董事的表決權均限制在 3%以內（其持股超過 3%部分不具有表決權），降低控制股東對於審計委員會所有董事的影響力，強化審計委員會的獨立性，及面對利益衝突下的監督能力。
2. 新法有望提升董事會決策透明度，讓董事會在決策中考量長遠的股東利益。韓國許多大型跨國集團，董事會成員開始採用外籍人士，有助於增加透明性。

## (三)印度公司治理制度

1. 董事會和審計委員會成員輪調及任期限制的概念，可導入降低裙帶關係和增強獨立性的機制。舉例而言，印度獨立董事任期

有限制，任期結束後不得再擔任獨立董事，而需要選任新獨立董事。審計委員會成員任期規範有助於保持董事會穩定並實現成員定期更新。

2. 印度針對獨立董事候選人相關資訊，包括年齡多樣性和專業背景等，建立獨立董事候選人人才資料庫以維持專業品質。印度公司執行審計工作必須不受管理階層的影響。例如，上千家印度企業都由控制股東的家族掌控，而這些家族背後往往掌握足夠股權。因此，讓外部人參與審計工作非常重要，建議較佳的做法，讓審計委員會的組成包括外部專家和會計人員。

#### (四)結論建議

1. 家族控制公司的董事會運作與潛在利益衝突，建議以外部投資人提名的獨立董事及審計委員會，參與家族控制公司之董事會討論。
2. 建議強化獨立董事的忠實義務、注意義務，並於法規上強化其職能與責任，加強內部稽核制度支援獨立董事與審計委員會，公司應建立有效外部與內部稽核制度，使內部稽核、外部稽核和獨立董事、審計委員會間進行溝通，使獨立董事擁有更多的監督角色。
3. 建議證券市場主管機關提供更清晰利益衝突界線與指引，讓董事會成員均可在無利益衝突情形下更有效率地做決策，倘存有潛在利益衝突情形，董事會及審計委員會成員亦能依據指引，展現出議案處理時的審慎態度。

#### 五、議題 4:亞洲公募與私募市場的治理策略

(The Trillion-dollar Asset Shift: Governance Strategies for Asia' s Public and Private Markets)

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

本場座談主題在探討近期大型資產管理公司投資公募、私募市場的結構變化，主持人指出全球大型主權基金及退休基金正面臨結構性轉變，隨著公募市場估值波動加劇與主動化投資崛起，愈來愈多長期機構投資者將資金配置轉向私募股權、不動產、基礎建設及私募信貸等另類資產，以追求更高的報酬與分散風險。然而在資訊透明度較低、監理框架尚不完備的私募市場中，如何在獲取報酬及落實公司治理與盡職治理責任間取得平衡，成為關注的核心議題及新挑戰。

#### (一)各國發展趨勢

##### 1. 日本 GPIF：穩健配置私募資產，強化盡職治理

日本政府養老金投資基金（Government Pension Investment Fund, GPIF）為全球規模最大的養老基金，其投資結構以長期穩健為核心，目前約 80%資產配置於被動型基金（passive funds），涵蓋日本與海外股票、債券市場。儘管主要投資於高流動性資產，GPIF 近年已逐步增加私募資產配置比例，由五年前的 0.6%提升至 1.6%，目前承諾投資金額約占總資產的 2.9%，並設定上限為 5%，以控制整體流動性風險。

GPIF 並未設定積極投資私募資產目標，而是採取「穩健試行、逐步深化」的策略，確保投資決策與受託人責任一致。雖然 GPIF 遵循的日本盡職治理守則（Japan's Stewardship Code）主要針對公募市場，但其核心精神如長期價值創造、股東參與及資訊揭露，也同樣適用於私募市場。而公募和私募市場參與模式的差異，主要在於公募市場機構投資者通常是少數

股東，而在私募市場機構投資者往往作為重要股東或控股股東，從而能夠更深入地參與和監督被投資公司。隨著私募投資增加，如何確保外部資產管理人與基金董事會的治理行為符合盡職治理責任，將成為 GPIF 未來的重要課題。

## 2. 韓國 NPS：高比例另類投資與責任投資制度化

韓國國民年金公團（National Pension Service, NPS）目前資產配置為韓國股票約 15%，全球股票 35%，固定收益類產品約 35%，另類資產（Alternative Assets）達 15%，其中包含私募股權、不動產與基礎建設。這樣的結構反映出韓國國民年金對另類投資的積極態度。

韓國政府近期推動的年金改革包括調整費率、強化基金管理，預期可延後國民年金產生財務赤字及耗盡時程，並在 2050 年達到約 2.5 兆美元的資產規模。隨著基金規模擴大，如何確保治理品質與投資責任愈發重要。NPS 已開始著手擬定「責任投資框架（Responsible Investment Framework）」在私募市場的適用範圍，目前已有提出法規草案，預期未來韓國盡職治理守則的修訂將納入對私募資產的治理要求。

## 3. 新加坡 Temasek：以商業報酬為導向的長期可持續策略

新加坡主權基金淡馬錫控股（Temasek）為新加坡政府全資擁有的投資機構，以「商業報酬導向（Commercially Driven）」與「可持續長期價值（Sustainable Long-Term Returns）」為核心目標。其投資方式以自有資金進行，不接受外部委託，透過投資收益與分配再循環進行再投資，目前總資產約 3,500 億美元，其中約 50%為私募資產。投資範圍涵蓋私募信貸與另類資產，並持續擴展新興市場配置。

淡馬錫近年積極布局私募信貸、創新科技及基礎建設領域，同時強化 ESG 對投資決策的影響。該基金強調「高效能董事會（High-Performing Boards）」的重要性，透過持續與被投資企業董事會及外部管理機構溝通互動，以確保治理品質。在公募市場，淡馬錫以股東身分參與，專注於財務回報、韌性

和董事會品質。在私募市場，淡馬錫可以更積極地參與其中，例如透過強大的普通合夥人合作關係或直接擔任董事席位。有效的董事會參與不僅能提升投資績效，也能在早期識別風險，減少私募市場潛在的不透明與詐欺風險。

## (二)挑戰與因應措施

歐美及亞洲機構投資人正加速增加私募市場配置，特別是在私募信貸（Private Credit）與不動產債務（Real Estate Debt）領域。然而，由於私募市場資訊揭露較不透明且流動性較低，機構投資人必須投入更多資源於盡職調查（Due Diligence）與持續監控（Ongoing Monitoring）。

在被動投資快速擴張的環境下，若缺乏有效的董事會監督與激勵機制，管理階層的決策可能與股東價值脫節。機構投資人更需透過「有效的董事會參與」與「獎酬機制與股東價值對齊」來確保治理與長期價值創造。

公募與私募市場在資訊揭露與監理強度上有所不同，私募市場存在資訊不對稱與詐欺風險，需透過制度化的透明機制與監控框架加以補足，但有效的董事會、透明度與股東問責機制是確保長期價值的共同核心原則，在全球資金持續從公募市場流向私募領域的趨勢下，治理標準與資訊透明度的強化，將是確保市場韌性與社會信任的關鍵。

## 參、114 年 11 月 13 日主要議題討論摘要

### 一、議題 1:氣候治理與轉型策略：東西方比較

(Climate governance and transition strategies: East vs West)

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

近年全球氣候政策的推動明顯出現轉折，各國推動氣候政策力度不若先前強勁，如美國 SEC 暫緩發布氣候揭露規則，歐盟部分法規在落地時也採取較溫和的調整，這股趨勢同樣反映在韓國市場。五年前，韓國企業與監管機關對永續與氣候政策展現高度熱情，希望快速落實相關目標，然而如今熱度明顯下降。韓國討論永續與氣候揭露(包括 ISSB S1、S2)的進程已持續多年，但尚未最終定案，企業端也感受到監管不確定性與市場氛圍的變化，使過往積極推動永續的動能有所減弱。

此外，韓國市場的股東結構轉變亦影響政策推進方向，隨著散戶比例大幅上升(韓國約 5,000 萬人口中已有相當高比例參與股票投資)，散戶投資人多偏向短期取向，使公司治理與轉型更具挑戰，為回應股票市場投資人的變化，韓國近期強調股東保護的政策方向，但同時也面臨促進長期永續文化與短期股票市場行為間取得平衡的困難，這些全球與國內股票市場環境變化正是韓國氣候政策推動



「由熱轉淡」的主要原因，亦反映整體政策架構正經歷新一輪再調整。

歐盟（西方）傾向採取較具制度化價格機制主導「懲罰性工具」的監管方式，以企業「當前的實際排放量」作為核心依據，而不論企業是否具備可信的轉型計畫或長期減碳目標，換言之，即使企業正積極推動轉型，只要現階段排放量高，就必須承擔較高的監管成本。如歐洲保險和職業養老金管理局(European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA)建議保險業持有的高排放化石燃料資產需提列更高資本，理由是這些資產在轉型過程中具有更高的審慎風險(prudential risk)，歐洲央行也以類似的方式對非金融業的資產採用氣候因子(climate factor)，以保護歐元體系免於因氣候轉型衝擊造成抵押品價值下降的情形。另歐洲監管機構多假設由歐洲金融機構持有的境外資產，無論在何國、面臨何種政策與產業結構，都具有與歐洲境內相同的轉型風險，此一假設可能不符合國際現實，也忽略不同市場的政策差異。

相較之下，亞洲監管機關採取更具「支持性」與「前瞻性」目標、產業策略與供應鏈驅動為主的做法，以新加坡金融管理局(MAS)為例，明確呼籲金融機構不應因高排放而貿然撤資，而是可透過議合與金融支持協助高排放產業轉型。此外，中國人民銀行正進行轉型分類標準(transition taxonomy)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，亞洲的共同特徵是藉由分類標準、過渡金融、議合與政策協作來鼓勵企業朝更低碳的商業模式轉型。

而新加坡、馬來西亞和香港等亞洲市場則正在推進符合國際永續發展準則理事會 ISSB 標準、以投資者為中心的揭露，並支持前瞻性轉型計畫和技術的扶持機制。企業需審慎評估資本配置，只有在預期使用壽命和利用率假設在不斷上升的物理風險下仍然穩健的情

況下，才應投資於脫碳和其他項目。董事會和高階主管團隊應將適應性策略放在首位，因為氣候模型日益複雜，外包將導致內部判斷力下降以及保障差距擴大等問題。董事會需要深化與氣候相關的技能，並致力於持續的董事培訓，訓練不應僅限於學科知識的更新，而應培養一種將策略遠見與批判性推理結合的思維方式。

鑑於韓國企業股權結構集中，供應鏈要求的壓力比股東影響力在推動永續發展成果方面可能更為有效。亞洲公司的股權高度集中，董事會相對封閉，使得外部機構投資人議合的力道有限，在這種情況下，國際客戶端成為改變企業行為最直接、最快速的力量，這與歐美靠機構投資人溝通議合、制度化治理機制推動不同。永續發展是董事忠實義務及責任不可或缺的一部分，但鑑於司法機關對董事會自由裁量權的尊重，如何證明違約行為並追究責任是一項實際挑戰。

以 SK 海力士(SK Hynix)為例，韓國海力士屬於半導體供應鏈的公司，屬於全球競爭、供應鏈高度整合的產業，因此企業常常必須符合國際客戶要求，否則就會失去訂單，回顧海力士在董事會監督下的 ESG 部門以及確保再生能源供應和擴大工業用水再利用等適應性措施的經驗，供應鏈的要求比政府政策更能讓企業採取行動。面對全球客戶直接要求揭露溫室氣體排放數據、提出減少排放溫室氣體計畫、甚至要求供應商設定科學基礎減量 (Science Based Targets, SBT)目標及改善能源結構，可見半導體供應鏈公司不是因為政府要求才採取行動，而是因為國際客戶會決定公司能不能進入供應鏈。

董事會應建立前瞻性、整合性的治理架構不應等到國際氣候規範最終定案後才行動，針對 ISSB、歐盟 CSRD 或跨國供應鏈盡職調查要求等共同趨勢預先做準備，企業應開始辨識氣候議題對其商業模式、資產配置與長期競爭力的影響。目前亞洲許多公司董事仍對氣候議題理解有限，甚至不知道如何解讀科學減碳路徑與轉型計畫，因此董事會應定期參與培訓、與管理階層共同討論情境分析，並透過實際案例學習機構投資人與銀行的評估方式，提升董事對氣

候議題的判讀能力。董事會應強化與管理階層的對話與壓力測試，更積極地就策略、風險與投資優先順序等向管理階層提問，要求管理階層進行情境分析、壓力測試，而非單純接受經營高層的簡報。將氣候與企業策略結合，氣候策略不能被視為額外負擔法令遵循事項，而應融入產品、供應鏈、資本支出與財務規劃，思考投資何時回本、資本市場如何評價企業的溫室氣體減排路徑、氣候揭露能否提升企業的競爭力等問題。

## 二、議題 2:地緣政治帶給董事會的挑戰

(Geopolitics – Challenges to boards)

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

隨著地緣政治風險變化，持續重塑全球貿易格局與金融市場環境，企業的董事會與投資人面臨更加複雜的風險與機會，本場次聚焦探討地緣政治權力版圖變動對公司治理與投資策略的影響，並分享董事會如何以更具韌性的治理架構、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。

過去地緣政治議題通常由高階主管處理，但如今董事會必須更參與其中，地緣政治素養已成為公司董事的必備技能。地緣政治因素會對經濟產生實際的影響。例如，儘管韓國經濟目前狀況良好，

但韓元匯率卻與亞洲金融危機和全球金融危機期間的水平相似。地緣政治風險的擔憂給韓元帶來了壓力，出口商從中受益，而國內企業則受到負面影響。雖然目前看來韓國面臨一些潛在的來自朝鮮半島北方的國家安全風險，但這種風險現在似乎已被其他全球性問題所掩蓋，例如臺灣、中東和烏克蘭問題，但董事會需要實地知識和與當地專家討論，以保持地緣政治風險警覺。

地緣政治是一種「純粹的」不確定性，而非可預測的風險。董事會的角色是吸收不確定性所帶來的衝擊。董事會需要為各種可能的情況做好準備，而不是試圖預測事件的發生。為了幫助識別問題，可採用 SEARCH 方法：應對不確定性的策略（Surfing strategy for uncertainty）、外部導向（Externally oriented）、人工智能驅動（AI-focused）、區域化網絡化（Regionalizing networks of units）、氣候仍然是關鍵焦點（Climate remaining a key focus）、回顧過去越遠，展望未來就越遠（Historically minded as the further we can look back, the further we can look forward）。

過往企業把地緣政治視為公司經營管理層的課題，但今日其影響已深入企業營運策略、供應鏈韌性、海外投資等決策風險，已不再只是管理階層處理的傳統風險，董事會必須更積極因應，包括國家保護主義、區域衝突、供應鏈布局、貿易制裁、人權議題等複雜議題。公司董事會必須投入更多資源監督與決策。然而在多數公司董事會仍缺乏地緣政治素養(Geopolitical literacy)，尤其亞洲市場普遍缺乏具國際視野的董事人選，地緣政治已不是可量化、可模型化的「風險」，而是需以情境推演與強化韌性來面對的「不確定性」。董事會至少需要一位擁有國際背景、在不同市場擁有專業經驗的人士。董事們需要培養地緣政治意識，正如他們需要培養對其他不同領域董事會職責的理解一樣。

傳統上，亞洲企業的董事組成以財務、法律、公司營運背景為主，多半不具備地緣政治經濟分析背景的訓練，且組成較為本土化，對於貿易制裁、供應鏈重組、跨境監管等議題認識不足。有大

型企業正逐漸把地緣政治納入董事會議程或進修範圍，有些公司則開始引入外部顧問或跨國董事，顯示董事會對地緣政治議題的關注有所提升。熟悉國際政治經濟、跨境監管、供應鏈結構的人才本來就少，而懂企業營運的人才也不多，同時具備兩種技能的人才更稀缺，造成董事會即使知道要管理地緣政治風險議題，也沒有足夠的 know-how 決定治理架構。

地緣政治風險與財務報告或 ESG 資訊不同，難以量化呈現，且有資料碎片化、不確定性、不可量化，訊息可靠度有限、部分政策資訊甚至不公開的特性，使得機構投資人與董事會難以建立分析模型。因此董事會需以情境演練(scenario planning)取代預測。也因為地緣政治風險資訊的不透明性，機構投資人需要更深入與公司議合才能理解真正的風險所在，很多企業的地緣政治風險資訊只有公司內部知道，例如供應鏈是否過度集中、是否過度依賴單一市場營收、是否可能會被貿易制裁波及，如果沒有和公司進行深入議合，投資人無法瞭解公司的地緣政治風險暴露程度。

董事會不能再把地緣政治風險視為「外部環境」或「經營管理階層的事情」，而是需正式納入董事會、風險管理委員會、審計委員會或策略委員會的例行議程常態議題，而非僅僅年度討論一次而已，另與其僅設立地緣政治風險專案項目，更關鍵的是讓地緣政治風險因素自然融入所有策略的討論中。亞洲企業的董事會多半仍較本土化，語言不應成為障礙，反倒是文化與社會關係網絡較可能成為關鍵阻力，建議董事會可優先引入具有國際法律、外交背景、地緣政治風險視角或具有跨國企業經驗多元專業背景的人選。董事會的能力建構需要將地緣政治風險因素納入考量，在地緣政治風險快速變化的情況下，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。

為了取得更貼近市場的資訊，韓國 Woori Finance Research Institute 採取不同於以往的模式，最近與越南的一家研究機構簽署合作備忘錄，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。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風險資訊，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。

地緣政治風險帶來的不確定性難以預測，只能事先準備強化韌性，建議董事會應透過多重情境基礎計劃(scenario-based planning)演練，協助企業面對不同地緣政治風險可能走向，董事會應預先對「不可接受的界線」達成共識，例如核心原則、紅線(red lines)、決策護欄(guardrails)等原則進行準備，以便在地緣政治風險事件發生時提供管理階層明確方向，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指標進行情境模擬與應變演練。

### 三、工作坊

#### 2-1：吹哨者制度與公司治理的警示

(Whistleblowing and corporate governance red flags)

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

與談人：

- Ms. Hyun Ju Ku, Partner Attorney, Hannuri Law LLC, Seoul
- Mr. Jae-Wook Lim, Partner, Forensic Services, Samil PwC, Seoul
- Ms. Trista Chen, Co-lead, Global Investment Stewardship, L&G, Singapore

本場次討論吹哨者制度(Whistleblowing)在公司治理層面的

重要性，主要探討法律框架、監管機構、公司文化、董事會、管理階層、員工與投資人角色對制度有效性的影響，及吹哨者行為對所有利害關係人的重要性，其核心價值在於維護財務透明度與降低法律及財務風險。儘管舉報機制在發現詐欺和不當行為方面發揮著重要作用（數據顯示 43%的企業詐欺案件是透過舉報發現的），但許多司法管轄區在確保舉報機制有效運作方面仍面臨諸多挑戰。

韓國於 2011 年頒布實施公共利益吹哨者保護法(Public Interest Whistleblower Protection Act)，涵蓋內外部吹哨者保護、匿名檢舉、禁止報復及獎勵制度，但實務上，涉及資本市場或公司治理的揭弊案件不到 10%，多數集中於食品衛生、醫療與藥品領域，顯示文化因素與經濟激勵措施影響舉報意願。雖然舉報有益於公眾的資訊將獲得獎勵；然而，獎勵金額被認為不足以彌補失去工作收入損失。

僅靠法律保障並不足以確保制度有效實施，須結合董事會積極參與及企業文化建立，文化障礙在亞洲仍然是一個重要的阻礙因素。舉報行為往往帶有污名，舉報人面臨失去工作或被社會排斥等嚴重風險，這使得一些可能願意挺身而出的人望而卻步。有效的舉報機制通常需要獨立於管理階層的外部第三方管道，因為許多公司員工缺乏對內部流程的信任。全球投資者越來越期望公司擁有涵蓋員工和供應鏈的舉報政策，並且最好由獨立的審計委員會進行監督。投資人將舉報案件的處理作為其進行盡職調查和投票決策的考量因素，有時甚至會在提出的問題被公司忽視的情況下投票反對董事會成員。不同司法管轄區的差異受法律保護、企業文化、政治環境和執法力度等因素的影響，例如，日本階級森嚴的工作文化和新加坡的中央集權式治理對舉報行為的影響截然不同。年輕世代（Gen Z）與即將退休的員工對風險意識、公司文化適應及舉報意願皆存在差異，有效揭弊制度需兼顧心理安全感、匿名舉報管道及對個人行為責任的保護，若公司文化僅停留於口號而無實際行動，員工仍可能缺乏舉報動機。

與會專家強調心理安全的重要性、企業領導層自上而下營造的

氛圍、舉報處理的透明度以及持續培訓的重要性。印度 Satyam 公司和日本 Olympus 公司的案例表明，舉報在推動監管改革方面發揮了關鍵作用。投資人會評估舉報的數量和質量，並指出零舉報通常意味著有問題，但透過實地資源核實數據是必要的。公司關鍵危險訊號包括職責分離不明確和組織內部不當行為。鼓勵公司透過明確的舉報保護政策、保密保證和第三方升級管道來建立信任。總體而言，舉報機制的有效性取決於法律框架、文化變革、公司治理改革、投資者壓力以及確保匿名性、保護和舉報後續跟進的營運機制之間複雜的相互作用。

董事會與高階管理層需透過政策與行動展現重視揭弊行為的領導風格，有助於建立心理安全感，並結合問責機制。董事會應確保揭弊政策的推動，包括保密性、匿名性、審計追蹤及風險管理，並定期檢視統計數據及政策修正。實務上，高效能的董事會監督能提升公司對潛在舞弊、內控缺失及財務異常的應對能力。董事會監督範圍包括評估企業吹哨者保護政策及風險管理委員會功能、查詢統計數據及政策修正歷史、確保保密與匿名機制有效性，與高階管理層保持互動能確保吹哨者保護政策推行，避免流於書面或形式。有效董事會監督結合投資人參與，能及時識別異常情況，並促使企業採取行動，降低重大財務或法律風險。

國際機構投資者透過資產擁有者(Universal Owners)角色，將吹哨者保護機制納入投資決策、股東會投票及企業互動，市場機制亦產生影響，例如在美國，做空及激進投資者報告增進管理層對內部舞弊或財務異常的反應壓力；而亞洲市場則因短線交易及做空機制受限，可能降低公司對內部警示的敏感度，顯示揭弊者制度之有效性不僅依賴法律，也與市場結構及機構投資者行為密切相關。

國際企業第三方舉報機制普遍的實務操作案例，係將檢舉直接送至總部避免經過子公司管理階層，提升員工對保密性的信任。第三方管理的舉報管道往往比內部程序更能促進舉報，但需結合透明追蹤與董事會監督。亞洲吹哨者案件，67%為匿名舉報，高於全球平均 53%，約 48%案件可查證，而主要類型為職場行為問題，涉及商業



倫理、財務或會計問題的比例相對較低。某些企業陳報的職業健康與安全事件之數據為零，但實地查核發現資料造假，顯示機構投資人與董事會需具備批判性思維，結合現場資源核實數據。

總體而言，亞洲公司治理與吹哨者制度的有效性依賴法律框架，但制度實施需董事會積極監督主導及公司文化支撐；制度設計需兼顧不同年齡層員工之心理安全感與舉報意願；第三方匿名與保密機制可增加員工信任，降低公司管理層干預風險；機構投資人積極參與透過股東互動與盡職調查，並將統計數據需與實地核實結合，確保政策落實，引導公司重視內部異常信號。制度不僅需防止舞弊，更應建立學習與改進機制，使企業在發現問題後能迅速調整流程與政策，避免重蹈覆轍，俾保障所有利害關係人的權益。

## 2-2：供應鏈重組、盡職調查與壓力點

(Realignment of supply chains, due diligence and their pressure points)

主持人:Christopher Leahy, Specialist Advisor, Southeast Asia, ACGA; Executive Director, Barbican Advisory; Founder, Velos Research; INED Destileria Barako Corp., Asia Pacific

與談人:

- Erika Rodriguez, Director, Head of Sustainability APAC, KKR, Hong Kong
- Flora Wang, Head of Stewardship, Asia & Portfolio Advisor, Fidelity International, Hong Kong
- Youngdae Kwon, Insight Center Leader; Advanced Strategy Consulting Leader, EY Han Young, Seoul

本場座談討論全球供應鏈因美中地緣政治衝突、對等關稅、出口管制及科技戰影響而大幅斷鏈及碎片化，過去依賴單一國家大規模生產的模式逐漸失效，全球供應鏈面臨重組，企業需面對地緣政

治不確定性、突發關稅貿易政策與高風險市場暴露度升高等壓力點。關鍵技術如 GPU、半導體、稀土更成為供應鏈最脆弱的位置，使企業必須重新評估全球布局。與會專家討論投資前盡職調查對於評估供應鏈脆弱性的重要性，並著重地緣政治風險對資源密集和勞動密集產業影響、技術依賴性和外部衝擊機率（例如監管變化）、對數位資產的依賴以及人才缺口等風險。內部專家和外部顧問在風險評估中發揮著不可或缺的作用，包括收入中斷和成本影響，第三方工具對於輔助投資前評估至關重要，並運用情境分析來量化脆弱性，對高風險資產採取韌性措施，透過多重布局生產、分銷物流、庫存和供應商多元化降低風險。尤其是在關稅政策和市場動盪時期，對於依賴全球佈局的小型國內市場企業面臨的挑戰及因應策略，與談人討論了例如退出主要樞紐或採用「加一」策略，並著重探討瞭如何在環境或社會成本，與從「即時生產」模式轉變為「以防萬一」模式之間取得平衡，以及多元化策略的可行性。

另外，極端氣候帶來的洪水、暴雨與颱風使亞洲製造業承受極大的營運風險，工廠停擺與財務損失日益顯著。建議將關鍵氣候風險影響評估納入高風險資產的投資前盡職調查，例如菲律賓的洪水災害可能擾亂當地社會經濟及公司的運作，及造成氣候相關風險高昂的保險成本。

講者也討論人工智慧在提高效率、減少錯誤和節省成本方面日益重要的作用，資料中心與 AI 擴張導致區域內對綠電需求的競爭加劇，使製造端難以取得穩定能源，但量化此類專案的投資回報率十分困難。此外，人才供應不足則使企業在多國佈局時面臨技術缺口，這些因素使供應鏈風險不再只是成本問題，也涉及永續、營運與人力資源，建議提高公司因應社會和勞工問題透明度、建立舉報管道並加強董事會培訓，以應對和預防因醜聞導致的價值減損。有效的公司治理被認為需要董事會層面透過整合儀表板、情境測試以及將供應鏈視為整體的「全系統」方法進行監督。客戶對環境、社會和治理（ESG）透明度和人才保留的需求被視為增強韌性的驅動力，促進董事會、管理層、投資者、客戶和供應商之間的合作。專家預測未來三年，成功將取決於人工智慧的整合、地緣政治遠見、

數據驅動的適應性、預測分析、真正的供應商夥伴關係以及整體治理實踐。

整體而言，企業逐漸採取更「分散化」與「備援式」具韌性供應鏈設計策略，包括多重布局生產、建立多個物流節點、額外庫存，以及保留多家供應商，從 Just-in-Time 轉向 Just-in-Case，這能提升韌性，但也帶來成本與環境衝擊。企業需在韌性與效率間取得平衡，並以數據與預測工具提升供應鏈管理決策的前瞻性。盡職調查不僅聚焦財務成本，而是全面升級檢視地緣政治風險、氣候變遷風險、人權風險與能源結構等議題。企業在投資前會應強化盡職調查，包括分析地區暴露度、供應商透明度、氣候衝擊情境及技術人才可得性；投資後則需持續監測並建置跨部門的供應鏈儀表板，使董事會能掌握動態風險。供應鏈不再只是營運問題，而是董事會層級的重要議題。董事會需具備理解地緣政治、永續、科技與人才風險的能力，並能透過情境演練、壓力測試與規範化的監督機制管理供應鏈風險。企業若能建立由董事會主導的跨部門治理模型，並與供應商建立長期信任關係，將更能在全球供應鏈轉型中保持競爭力。

## 2-3：包容性成長—多元與人力資本的治理

(Inclusive Growth: Harnessing Diversity and Human Capital)

主 持 人：Pru Bennett, ACGA Council Member; Partner,  
Brunswick Group, Sydney

與談人：

- Bess Joffe, Managing Director and Global Head of Client Sustainability Strategy, MFS Investment Management, London
- Nana Li, Head of Sustainability & Stewardship, Asia-Pacific, Director, Impax Asset Management, Hong Kong
- William Ng, Stewardship Director, HSBC Asset Management, Hong Kong

本場座談聚焦於「包容性成長」與「人力資本」在企業價值創造中的關鍵角色，在全球政治文化分歧與多元議題升溫的背景下，對思想、經驗和背景多元化、公平性和包容性（Diversity, Equity, and Inclusion, DEI）的核心關注是關乎企業生產力、風險管理與長期價值的治理課題，也是機構投資者進行投資時履行盡職治理責任不可或缺的一部分。

人力資本被廣泛認為是企業未列入資產負債表的最重要資產，對企業價值的創造至關重要。大多數企業報告揭露的資訊仍然側重於投入指標，例如培訓時間長短，而忽視了產出減少、生產力提升以及不同員工群體晉升速度等結果指標。為深入了解公司管理實務最主要的作法係與直接相關主管接觸，尤其是與人力資源部門或職能部門主管的會面討論中，比單純依賴企業報告指標更能深入洞察企業文化、員工流動等驅動因素、技能提升專案的有效性以及爭議處理方式。例如性騷擾案件的解決或實際的工作和生活條件，可以透過與人力資源或營運經理的討論以及實地考察進行理解，才能將實質內容與企業報告表面形式區分開來。

包容性成長的核心在於企業須持續投入於人力資本－包含技能、文化、信任與人才策略，這些是支撐企業長期價值的無形資產。董事會與機構投資人應將人力資本視為與財務投資同等重要的治理議題，以確保企業在社會變動中維持韌性與信任。此外，包容性成長於公司治理議題有三個主要面向，包括價值創造、風險與韌性，以及經營正當性。首先，企業的品牌、數據、關係與專業知識等無形資產的價值創造皆依附於人，因此若忽視人才發展與多元文化，將削弱企業整體競爭力。其次，多元背景的人才更能發掘風險、促進創新並加速資訊判讀，對勞動力短缺、技能落差、職場健康安全與供應鏈文化等議題具有更強的韌性。最後，包容性成長是經營正當性的「策略性選擇」，需要資源投入與董事會監督，包括制定明確目標、分配預算與追蹤具體成果，使人力資本真正被納入企業長期策略。

董事會多元化仍面臨文化與制度障礙，例如日本企業常以「缺

乏女性人才」為由推遲改革，但問題係源於董事提名流程封閉，董事會多元化不應流於表面形式，而應確保不同背景與觀點能實質影響決策。董事會的國際化具重要性，特別是對海外市場比重高的亞洲企業。多元國籍與跨文化經驗能提升海外併購整合、風險管理與策略判斷。然而，亞洲企業普遍對外籍董事採取較保守態度，企業應逐步建立跨文化信任與能力認同，以減少在引入外籍董事或國際經驗時的文化不安。

全球供應鏈由「中國加一」轉向「中國加多國」，使東南亞與南亞成為新的製造與投資重心，日本、韓國、臺灣等北亞國家人口快速老化，而印度、印尼、菲律賓、越南等南亞及東南亞則擁有龐大青年人口，企業必須同時應對人才斷層與新世代就業需求，設計能兼顧不同區域多世代需求的人才架構，並積極提升女性勞動參與率，以維持區域競爭優勢。在文化轉型方面，新世代員工更重視價值觀、透明度與管理層的直接對話，與企業高層的深度接觸比閱讀報告更能理解企業實際文化。面臨不同文化與法規環境下的運作，企業必須重新檢視健康安全、承包商管理以及海外供應鏈的勞動條件與多元現況。企業應以具體數據說明員工訓練與文化，及如何提升健康、安全與績效資訊，另外，員工經驗平台可提供補充資訊，以避免企業報告僅呈現片面數據。

生成式人工智慧工具已經開始重塑角色和人力資本需求。與會者建議企業應將技能再培訓視為一項策略性資本投資，利用人工智慧來增強人類能力而不是取代員工，同時應用思維多樣性原則來減少演算法偏差。人工智慧的普及被視為 DEI 推動的潛在變數，AI 與自動化可能削弱企業對人力培育的重視。但 AI 不會降低人力資本的重要性，反而需要更多投資來提升員工技能、重新設計工作內容，讓 AI 的訓練與決策過程融入多元觀點，因此，AI 治理、再培訓策略與人才架構調整，將是包容性成長的關鍵。

與談專家強調包容性不僅是企業社會責任，更是企業創造長期價值的核心，包容性成長需與企業策略的長期價值緊密結合，董事會應將人力資本視為核心投資，企業才能在不確定的環境中實現永

續與創新，企業若能透過具體指標揭露員工留任率、培訓成果、供應鏈透明度與性別平等進展，將有助於建立信任並吸引長期資本。建議企業應明確員工培育策略與公司發展之間的關聯性，加強董事會層面的問責制，在薪酬體系中引入以成果為基礎的關鍵績效指標（KPI），並為機構投資人提供與相關高階主管溝通的管道。以實證為基礎與績效掛鉤的人力資本策略被認為是建構能夠面對不斷變化的政治和監管環境考驗的永續實踐的關鍵。另外，機構投資人持續溝通議合也是推動包容文化的關鍵，機構投資人應以對話與監督引導企業落實多元策略，而非僅依賴公司報告形式化揭露。

#### 四、議題 3: 家族企業與財閥－繼任計畫與創建高效率的董事會

(Family-controlled Companies & Chaebols – Succession Planning and Creating Effective Boards)

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

本場次討論重點在於公司治理與接班規劃問題，講者分享亞洲市場的家族控制企業治理問題，探討變革與解決方案，並分享韓國國內家族控制企業董事會運作的實務經驗。

講者利用數據分析探討韓國董事會為何難以有效履行以創造公司和股東價值為導向的監督職責，研究發現在 OECD 成員國中，韓國董事擁有企業經驗的比例最低。家族控股的上市公司董事會主要專注於危機或防禦性風險管理，而非積極創造價值。對 8,000 項董事會議案的分析顯示，家族控股公司的獨立董事 99%以上的投票都與管理階層相同，這反映出議程及投票結果受到創始家族的嚴格控制，與控制股東利益高度相關，獨立性、公正性以及專業背景多元性不足。儘管立法機構努力擴大包容性及多元化，但實際運作依然存在差距，由於大型商業集團的強烈反對，女性董事的比例仍然非常有限，建議應提高董事會中女性比例及更多實務經驗專家。

家族企業的問題應定義為集團治理問題，大多數家族企業最終的決策權掌握在控制家族及其精英秘書團隊手中，而這些團隊的關鍵績效指標（KPI）優先考慮的是維護家族控制權，而非創造股東價值。上市公司執行長（CEO）通常兼任營運長（COO）的角色，自主權有限，這使得董事會難以影響公司策略、繼任計畫或重大投資。一旦發生醜聞，投資人通常會質疑真正的決策者是家族集團，而非上市公司本身。企業文化深受創辦人家族訊號的影響，例如「守法」的指示，這些指示間接地規範著整個集團的行為。

韓國快速推進公司治理改革的動力源於散戶參與度的激增，散戶投資者佔公司股權的比例從新冠疫情前的 9%上升到 2021 年的 32%。這項轉變促使政府加速推動「價值提升計畫」（Value Up initiative）等項目，並修訂商法以加強董事的忠實義務責任。儘管近期韓國股市前景樂觀，但股市的大部分漲幅集中在半導體行業的盈利上，因此，公司治理改革作為長期價值創造的催化劑，其作用尚未得到充分重視。

講者舉中電控股（CLP Holdings）的案例說明家族控股公司如何成功地建立健全的公司治理，包括清晰的股權結構、明確的所有權與經營權分離，以及注重長期管理的董事會文化，外部獨立董事需清楚界定獨立性，並與控制股東利益脫鉤，避免外部獨立董事獨立性受到挑戰，具體作法例如透過獵人頭公司建立選任外部獨立董

事名單、進行外部董事審查，以及賦予外部獨立董事在關鍵委員會中擔任領導職務等做法，都表明家族所有權並不一定會以犧牲公司治理品質為代價。另外，家族控股公司健全公司治理的首要任務是“重振公司治理準則和盡責管理準則”，賦予國內外機構投資者監督董事會的權力，並指出真正的進步需要共同承擔責任，確保執行長真正具備相應的資格。引用巴菲特的「股東為共同所有者」觀點，強調公司治理對於股東的長期承諾，鼓勵所有董事會新加入或接班的成員，以共同股東利益為核心理念。



## 肆、ACGA 會員圓桌會議

ACGA 秘書處彙總報告亞洲主要市場概覽如下：

### （一）韓國：

1. 盡職治理準則（Stewardship Code）係由韓國盡責治理委員會（Korea Institute of Corporate Governance and Sustainability, KCGS）於 2016 年制定，韓國國民年金公團（National Pension Service, NPS）於 2018 年採納推動實施，在韓國資本市場落實盡職治理有持續進展。觀察韓國國民年金公團（NPS）在股東會投票與參與議合的趨勢，股東會投票反對率由 2016 年 8%增加至 2023 年 21.8%，每年與超過 150 多家公司進行議合。多家大型上市公司的獨立董事已開始更積極地與機構投資者互動並參與法說會，但此類做法仍僅限於大型上市公司。
2. 實際執行仍存在落差：盡職治理準則自 2016 年制定至今未作更新修訂，且目前尚無正式的監督或監管機制來監測資產管理者落實情形。金融監督院（Financial Supervisory Service, FSS）的檢查發現股東會代理投票和資訊揭露做法不一致，包括理由不充分、政策範本化及無標準的報告格式等缺失。
3. 政策和改革發展：金融服務委員會（Financial Services Commission, FSC）將修訂盡職治理準則列為 2025 年政策優先事項，以增強機構投資者的問責制和管理效率。另外，推動企業價值提升計劃，提供更加有利於投資者的監管環境，以及商業法的修正案（關於投資者溝通、董事職責、董事會獨立性和股東權利）等為建立更加穩健的公司治理生態系統提供了機會。

### （二）日本

1. 監管重點：日本金融廳（Financial Services Agency, FSA）進行盡職治理準則的第三次修訂，釐清修正"大股東規則"和"重要提案"的定義。東京證券交易所發佈願意與投資者互動的上市公司名單，以及關於投資者關係功能的建議。持續進行關於公司法修正案和受益所有人揭露的討論，以及公司治理法規的修訂。

2. 股東會代理投票進展：針對低資本效率、高交叉持股和治理不足的公司 2025 年股東會採取股東行動比例增加。例如，艾肯化學 Eiken Chemical 提出修改條款，允許股東對股息發表意見的提案獲得 73.4%的支持率通過；太洋控股 Taiyo Holdings 的首席執行官由於股東的反對無法續任。
3. 日本年金積立金管理運用獨立行政法人(Government Pension Investment Fund, GPIF)於 2024 年訂定資產所有者原則，透過議合參與提升被動投資和盡職治理影響投資。日本退休金協會(Pension Fund Association, PFA) 啟動企業養老金基金管理倡議，當地退休金組織積極推動股東行動。
4. 未來面臨挑戰：機構投資者進行獨立自主公司治理研究仍具有挑戰性；而上市企業面對公司治理思維需要從形式轉變到實質層面；散戶投資者仍缺乏參與集體訴訟等股東行動。

### (三) 臺灣

1. 市場概況：臺灣主管機關於 2016 年發布盡職治理原則，屬於相對早期推動相關措施，並於 2020 年及 2023 年更新修訂，將 ESG 因素融入投資，以履行盡職治理責任，並要求更完整的盡職治理資訊揭露。臺灣大型資產所有者和管理者在盡職治理政策、議合參與和股東會投票方面的資訊揭露方面有顯著進展。
2. 儘管許多科技公司對董事會董事選任的態度更加開放，但部分知名科技公司的董事選任仍受到限制。臺灣保險法第 146-1 條禁止保險公司參與其投資公司的董事選舉投票是一項顯著的機構投資人股東權行使限制。
3. 財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心(Securities and Futures Investors Protection Center, SFIPC)作為盡職治理者，行使並建立保護股東權利的典範，2024 年出席了 81 場年度股東大會，從公司薪酬制度到管理控制等問題提出關切。

ACGA 秘書處安排由臺灣證券交易所簡介臺灣股市提升價值方案，及投資人保護中心介紹投保中心相關業務，投保中心自 2003 年

初正式成立後，總計協助 18.6 萬多位投資人進行 306 件團體求償案件，並介紹團體訴訟主要類型、收案、評估以及進行的相關流程等。為能迅速取得賠償，免去訟累，投保中心與部分發行人、刑事被告、董監事、會計師及會計師事務所等民事求償對象達成和解，歷年累計替投資人取得約 65 億餘元的和解金，另透過勝訴訴訟判決取得（包括強制執行、判決確定後清償及取得不法所得部分）金額約 13 億餘元，合計取得賠償款項約達 78 億餘元，並陸續分配予授權投資人，使投資人之損害得以獲得部分賠償。另投保法於 2020 年修正部分條文，強化代表訴訟及解任訴訟的適用範圍及效果，其中包括被裁判解任確定的董監事三年內不得擔任所有上市櫃及興櫃公司董監事，期將不適格董事排除於資本市場，投保中心 2024 年單一年度共獲 18 案解任失格訴訟之勝訴判決，藉由失格效果之落實，應可有效督促董監事善盡忠實義務及善良管理人注意義務。除訴訟之外，投保中心作為所有上市櫃及興櫃公司的股東，積極踐行股東行動主義，作為公司的外部督促力量，關注上市櫃、興櫃公司有關私募、減資、轉投資、大額背書保證、資金貸與、董監酬金異常等與股東權益息息相關的議題，必要時並出席股東會表達意見，2024 年投保中心出席股東會場次達到了歷年最高的 81 場次，而為了因應數位化浪潮及保障視訊股東的權益，亦以視訊方式出席股東會 15 場次。投保中心在會中表示期待未來與機構投資人有更多的交流，並就上市櫃公司相關之公司治理議題，尋求與機構投資人共同關心的議題與合作機會。ACGA 會員對我國投資人保護中心制度及運作成效表達高度興趣，ACGA 秘書處表示明年度 ACGA 年會在臺灣舉行時，將適時安排 ACGA 會員參訪投保中心事宜。

## 伍、心得與建議

- 一、亞洲各國證券主管機關推出強化公司治理改革措施，從要求企業符合法規要求轉向鼓勵企業提升價值創造，企業可透過改善自身資本運作、提高公司治理水準、獨立董事與審計委員會專業及獨立性、資訊透明度與加強董事會職能，及透過股東會與外部投資人進行有效建設性對話，以提升股東回報及長期機構投資人投資信心。
- 二、人工智慧的快速發展是企業提升競爭力的機會，但需要負責任的資安風險保護措施，才是企業聲譽與永續治理的重要基礎，公司董事會需定期檢視「可信任 AI」與「高韌性資安架構」，以取得機構投資人長期的信任。
- 三、亞洲家族企業可透過外部提名的獨立董事及審計委員會參與董事會討論，避免可能潛在的利益衝突或損及公司或其他股東權益的交易，增加董事會決策的審慎性及透明度，並強化外部與內部稽核制度，使獨立董事及審計委員會擁有更多的監督角色。
- 四、近年來機構投資人加速增加私募市場配置，但由於私募市場資訊揭露較不透明且流動性較低，機構投資人必須投入更多資源於盡職調查與持續監控。持續透過被投資企業董事會與普通合夥人合作關係進行溝通互動，以確保治理品質，並在早期識別風險，減少私募市場潛在的不透明與詐欺風險。
- 五、針對近期因應全球氣候變遷政策的變化，董事會可透過建立前瞻性、整合性的治理架構，針對 ISSB、歐盟 CSRD 或跨國供應鏈盡職調查要求等共同趨勢預先做準備，並開始辨識氣候議題對其商業模式、資產配置與長期競爭力的影響，融入產品、供應鏈、資本支出與財務規劃，藉由定期參與培訓、與管理階層共同討論情境分析及壓力測試，並透過實際案例瞭解機構投資人與銀行的評估方式，提升董事對氣候議題的判讀及因應能力。
- 六、隨著近年地緣政治風險快速變化，持續重塑全球貿易格局與金融環境，地緣政治風險帶來的不確定性難以預測，包括國家保護主義、區域衝突、戰略資源掌控、供應鏈韌性、人力資本培育、貿易制裁、人權及多元包容性議題等複雜議題，董事會可透過事先準備具

韌性的治理架構、有效的政治風險管理工具，並透過多重情境基礎計劃演練。機構投資人可藉由與公司實際溝通以評估供應鏈或市場是否過度集中等地緣政治風險之暴露程度。

七、公司治理與吹哨者制度的有效性依賴法律框架，董事會監督主導及公司文化支撐，第三方與保密機制可增加員工信任，降低公司管理層干預風險；機構投資人可透過盡職調查確保公司落實政策，引導公司重視內部異常風險信號，及早發現可能問題並防止舞弊，以保障所有利害關係人的權益。

八、機構投資人在追求基金長期穩健收益下，需於投資過程中納入對公司治理、企業社會責任、勞工權益、人權、環境、氣候變遷風險及永續發展的關懷，以鼓勵被投資公司實踐永續作為，並參酌主管機關永續發展政策、國際永續金融趨勢及盡職治理進程，持續擴展 ESG 投資策略及參與議合深化股東行動，以發揮機構投資人的影響力。