

TAIWAN DEPOSITORY & CLEARING CORPORATION

T
D
C
C

集保雙月刊

Vol.234- 2017年10月



01 編輯室的話

02 國際要聞

- 新交所率先於亞洲推出指數槓桿產品
- DTCC 開始附買回交易結算業務
- 中國人民銀行將推動區塊鏈技術納入五年計劃
- 台灣脫離反洗錢觀察名單

07 特別報導

落實洗錢防制法規接軌國際相互評鑑
劉其昌

14 本期專欄一

董監事持股比例與委託書徵求對公司經營之影響 --
附論獨立董事於面臨敵意併購時應採取之作為
林國全 戴銘昇

28 本期專欄二

國際公司治理發展新趨勢 -- 以盡職治理守則 (Stewardship Code) 為例
馮震宇

44 重要紀事

45 圖片集錦



中華郵政台北誌字號第917號
執照登記為(雜誌)交寄

發行人：林修銘
編輯者：集保結算所期刊編輯委員會
發行者：臺灣集中保管結算所
地 址：台北市復興北路363號11樓
電 話：02-2719-5805
網 址：www.tdcc.com.tw



本期國際要聞內容包括「新交所率先於亞洲推出指數槓桿產品」、「DTCC 開始附買回交易結算業務」、「中國人民銀行將推動區塊鏈技術納入五年計劃」及「台灣脫離反洗錢觀察名單」等 4 篇報導。本期國際要聞內容除了從 SGX、DTCC、CoinDesk 及 Taiwan News 網站摘錄各國證券金融市場最新動態新聞外，編輯同時針對相關新聞整理詳細的後續追蹤報導，俾提供讀者對世界各國證券金融市場最新訊息有更進一步的認識與瞭解。

本期特別報導刊載景文科技大學企管系副教授劉其昌著之「落實洗錢防制法規接軌國際相互評鑑」，我國洗錢防制法於 85 年 10 月 23 日制定公布，惟關於洗錢罪之範圍及洗錢防制措施，尚未完全與國際接軌，且未符實務所需，立法院遂於 105 年 12 月 28 日經院會三讀立法程序通過修正洗錢防制法共計全文 23 條，並於 106 年 6 月 26 日開始正式實施修正後之洗錢防制法，用以接軌國際規範標準，同時落實相關法規執行到位，妥適周延準備完成相互評鑑。

本期專欄一刊載國立政治大學法學院教授林國全及中國文化大學法學院教授戴銘昇合著之「董監事持股比例與委託書徵求對公司經營之影響」，本文旨在說明自 2015 年之股東會起，在英譯議事手冊標準化及投票資訊處理自動化之配套下，外資股東已可透過跨國投票直通式處理機制（Straight Through Process）直接將投票結果傳送予發行公司知悉。在配套措施逐漸完備之下，國內之監管機關開始有了檢討委託書徵求制度存廢之呼聲。

本期專欄二刊載國立政治大學法學院教授馮震宇著之「國際公司治理發展新趨勢 -- 以盡職治理守則（Stewardship Code）為例」，本文旨在說明盡職治理守則近年來已成為國際間各公司治理機構以及各國主管機關所共同關注的議題，更是進一步完善公司治理的一塊重要拼圖，作者謹就國際間盡職治理的發展趨勢與各主要國家之實踐加以介紹，以使各界能在金管會主委加強公司治理的強力宣示下，能對國內新引進的公司治理工具有更深入的瞭解。



- 新交所率先於亞洲推出指數槓桿產品
- DTCC 開始附買回交易結算業務
- 中國人民銀行將推動區塊鏈技術納入五年計劃
- 台灣脫離反洗錢觀察名單

新交所率先於亞洲推出指數槓桿產品



新加坡交易所（新交所）將從 2017 年 7 月 17 日起開始啟動追蹤亞洲指數的每日指數槓桿產品 (Daily Leverage Certificates，簡稱 DLC) 交易。

新交所是亞洲首個提供 DLC 交易的交易所，替特定投資產品 (SIP) 的合格投資者提供從槓桿中獲利的機會。DLC 沒有隱含的價格波動、時間損耗及保證金要求等影響期權價格的因素。DLC 在歐洲又稱 constant leveraged products 或 factor certificates，廣受當地投資者歡迎。

法國興業銀行發行的首批 DLC 將由 10 款產品組成，包括提供標的指數每日報酬三倍或五倍固定槓桿的作多或放空 DLC，這些指數有 MSCI 新加坡指數、恆生指數 (HSI) 和恆生中國企業指數 (HSCEI)。作多或放空主要針對當日盤中交易，操作靈活，無論市場漲跌，均能從中獲益。

新交所股票及固定收益主管 Chew Sutat 表示：“法國興業銀行是歐洲最大的 DLC 發行人之一，我們很高興其選擇新交所作為亞洲第一個發行 DLC 的平台，DLC 是自 2012 年以來歐洲增長最快的上市結構性產品之一。這類交易工具在亞洲屬行業首創，將為區內投資者帶來槓桿報酬的機會。隨著亞洲投資者的需求不斷提升，我們對能滿足這些需求的產品表示歡迎和期待。”

法國興業證券上市產品銷售部主管 Keith Chan 表示：“能成為亞洲首家在新加坡和亞太區發行 DLC 的銀行使我們非常振奮。自 2012 年以來，DLC 已成為歐洲成交量增長最快的上市產品，我們亦注意到亞洲投資者對槓桿產品的濃厚興趣。法國興業在股票衍生產品市場的領導地位廣受認可，加上在歐洲 DLC 領域經驗豐富，會是新交所推出此類新產品的理想合作夥伴。”

(資料來源：SGX, 2017/07/03)

DTCC 開始附買回交易結算業務

金融業後台服務領先者 DTCC 今天宣布，其固定收益結算公司（FICC）旗下子公司，中央結算第三方服務機構（CCIT）正式上線，並在 Citadel 和 Morgan Stanley 的交易中執行了首次業務。

自美國證券交易委員會（SEC）上月允許機構投資者通過成為 CCIT 會員直接參與結算後，FICC 一直與自營商及擁有待投資現金的法人，包含企業、資產管理公司、保險公司、主權基金、養老基金、市政府和國庫溝通，準備所有必要的文件與合約，以開始下一階段的附買回市場改革。

DTCC 董事兼結算機構業務負責人 Murray Pozmanter 說：“我們很高興能夠與 Citadel 和 Morgan Stanley 合作，並更進一步使 CCIT 的服務實現。通過 CCIT，更多的參加人利用此結算中心，使我們能夠加強附買回市場的安全性和效率。”



新加入的 CCIT 成員擴大了附買回市場採用中央結算的可用性，並擴大了集中交易對手（CCP）服務，並確保其經銷商與合格的機構投資人之間完成附買回交易。

擴大 CCP 的適用範圍，應用至更多參加人，將降低由於市場壓力因素，造成參加大規模退出導致附買回市場流動性下降的風險。擴大的會員資格也意味著更多因交易對手無法履約的交易活動可



以由 FICC 以有序的方式集中結算，這將降低危害資產價格的風險，並減少金融系統風險。

Morgan Stanley 副主席 Tom Wipf 說：“我們樂見 FICC 對這個市場的重大改善。替客戶擴大進入市場管道和減少交易對手信用風險是重要一步。FICC 在過去幾年中一直努力將這服務推向市場，Morgan Stanley 對這次與 Citadel 附買回交易結算合作感到自豪。”

此外，在 FICC 集中結算這些交易為成員提供淨額計算降低營運資金的需求，換言之也為機構投資者增加融資能力和收入。

Citadel 董事兼全球財務負責人 Dan Dufresne 表示：“我們很高興在新的 CCIT 服務下，與 Morgan Stanley 一起執行首次交易。這標誌著附買回結算發展的重要里程碑，意味了結算業務的優點擴大到更廣泛的附買回市場參加人的第一步。我們讚揚 FICC 的這一成就，並期待持續合作來改善金融市場結構。”

FICC 正在與一些機構進行討論，並積極增加 CCIT 服務的新成員。

（資料來源：DTCC, 2017/06/29）

中國人民銀行將推動區塊鏈技術納入五年計劃



中國人民銀行發布關於即將推出的五年發展計劃細節，著重在國內金融業採用新興技術。

根據人民銀行的公告，其打算積極發展區塊鏈和人工智能等新技術。重點研究 Fintech 在法規監管，雲端計算和大數據中的應用。

聲明強調，從 2016 年到 2020 年，中國人民銀行將採取措施幫助中國金融業經濟改革。

這項計劃主要為金融科技行業提出五個目標：建立領先世界的基礎設施、促進金融創新、實施金融業標準化策略、加強金融網路安全體系的應變能力和管理方式。

從更廣的角度來看，細節雖然尚未完全公布，但可以從中感受到中國人民銀行積極探索區塊鏈技術潛力的意圖。

中國人民銀行已經測試了以區塊鏈技術發展的數位貨幣，並開始制定相關法規與發行研究報告。

(資料來源：CoinDesk, 2017/06/27)

台灣脫離反洗錢觀察名單



一名法務部資深官員日前告訴路透社，台灣在 10 年來首次脫離了亞太洗錢防制組織的觀察名單。

亞太洗錢防制組織（APG）上週在斯里蘭卡舉行會議，決定在十個後續追蹤國家中，只有台灣有資格從觀察名單中刪除，法務部政務次長蔡碧仲表示。

路透社報導，APG 沒有立即對該決議發表聲明。

報導說，台灣在 2007 年首次出現在觀察名單上，主要是因為沒有跟上國際腳步，實施必要的預防措施和控制國際金融犯罪。

2011 年，更被進一步降級，被列入加強觀察名單。



今年初，台灣行政機關建立了專門的反洗錢單位，對於可疑金融交易的申報擴大規範要求，監督政治人物和其親友的資金移轉，並對不合作調查的銀行罰款。

（資料來源：Taiwan News, 2017/07/26）



落實洗錢防制法規接軌國際相互評鑑

劉其昌

景文科技大學企管系 副教授

一、前言

我國洗錢防制法於八十五年十月二十三日制定公布，並自公布後六個月施行，惟關於洗錢罪之範圍及洗錢防制措施，尚未完全與國際接軌，且未符實務所需，亞太防制洗錢組織（Asia/Pacific Group on Money Laundering）於九十六年間對我國洗錢防制體系所為第二輪相互評鑑（Mutual Evaluation）及其後歷年進展報告分析意見，均具體指出我國有關洗錢犯罪行為態樣不完備且門檻過高、對於有遭利用進行洗錢之虞之非金融機構或個人未能充分納入洗錢防制體系、金融機構保存交易資料及進行客戶審查等事項欠缺一般性法律規範等具體缺失，未符合防制洗錢金融行動工作組織（Financial Action Task Force）所發布之防制洗錢及打擊資助恐怖主義與武器擴散國際標準四十項建議（International Standards on Combating Money Laundering and the Financing of Terrorism & Proliferation），並要求我國儘速立法改善。

針對實務上常發現有通關旅客攜帶大量新臺幣或黃金未申報者；詐欺等財產犯罪須個別犯罪行為之犯罪所得達新臺幣五百萬元以上始屬重大犯罪；我國協助他國執行犯罪所得查扣，並無國際分享規定；以及欠缺追討境外犯罪所得基金提升執法效能等實務執行面問題，均亟需修法解決。為使我國洗錢防制體系更趨完備，解決實務執行面問題，並因應我國即將接受 APG 第三輪相互評鑑之準備，乃參酌 FATF 四十項建議、聯合國禁止非法販運麻醉藥品和精神藥物公約（the United Nations Convention against Illicit Traffic in Narcotic Drugs and Psychotropic Substances）、聯合國打擊跨國有組織犯罪公約（the United Nations

Convention against Transnational Organized Crime）等相關國際規範，立法院於 105 年 12 月 28 日經院會三讀立法程序通過修正洗錢防制法共計全文 23 條，並自總統公布後六個月施行，亦即於 106 年 6 月 26 日開始正式實施修正後之洗錢防制法，用以接軌國際規範標準，同時落實相關法規執行到位，妥適周延準備完成相互評鑑。

二、集中保管結算所擔任之角色

臺灣集中保管結算所股份有限公司為配合政府政策，辦理有價證券與短期票券集中保管結算，促使結算交割手續合理化，增進交易之安全及加強投資服務為宗旨。所營事業項目包括 H305011 證券集中保管業、H107011 短期票券集中保管結算機構、G902011 第二類電信事業。所營之事業範圍營業範圍涵蓋有價證券及債票形式短期票券之保管、有價證券無實體發行及登記形式短期票券發行之登錄、買賣交割或質權作業及其帳簿劃撥、帳簿劃撥事務之電腦處理、帳簿劃撥配發作業之處理、興櫃股票議價之給付結算、境外基金之款項收付業務、短期票券到期之提示與兌償，及承銷、首次買入與到期兌償之款項收付作業、短期票券交割之對帳與帳務結計作業、短期票券利率指標之編製、參加人業務相關各類資訊之傳輸及交換、資訊系統備援及業務自動化之諮詢與規劃等。唯立法院於 105 年 12 月 28 日修正洗錢防制法後，金融監督管理委員會依據臺灣集中保管結算所股份有限公司章程第五條之一第十三款其他經主管機關核准之有關業務規定，新增加臺灣集中保管結算所股份有限公司建置洗錢防制名單資料庫，時任金融監督管理委員會主任委員李瑞倉並親自致電於臺灣集中保管結算所股份有限公司董事長林修銘要求洗錢防制名單資

料庫之建置，在時間與品質方面都要做到最好，亦即希望臺灣集中保管結算所股份有限公司能如期如質達成建置洗錢防制名單資料庫之時代使命任務。

洗錢防制法所稱洗錢係指意圖掩飾或隱匿特定犯罪所得來源，或使他人逃避刑事追訴，而移轉或變更特定犯罪所得、掩飾或隱匿特定犯罪所得之本質、來源、去向、所在、所有權、處分權或其他權益者、收受、持有或使用他人之特定犯罪所得之行為。所稱特定犯罪所得，指犯所列之特定犯罪而取得或變得之財物或財產上利益及其孳息。前項特定犯罪所得之認定，不以其所犯特定犯罪經有罪判決為必要。為防制洗錢打擊犯罪，健全防制洗錢體系，穩定金融秩序，促進金流之透明，強化國際合作，自106年7月3日臺灣集中保管結算所股份有限公司所建置之洗錢防制名單資料庫，將提供洗錢防制名單資訊予洗錢防制法所稱金融機構，包括下列機構：1、銀行。2、信託投資公司。3、信用合作社。4、農會信用部。5、漁會信用部。6、全國農業金庫。7、辦理儲金匯兌之郵政機構。8、票券金融公司。9、信用卡公司。10、保險公司。11、證券商。12、證券投資信託事業。13、證券金融事業。14、證券投資顧問事業。15、證券集中保管事業。16、期貨商。17、信託業。18、其他經目的事業主管機關指定之金融機構。辦理融資性租賃業務之事業，適用本法關於金融機構之規定。

洗錢防制法所稱指定之非金融事業或人員，係指從事下列交易之事業或人員：1、銀樓業。2、地政士及不動產經紀業從事與不動產買賣交易有關之行為。3、律師、公證人、會計師為客戶準備或進行下列交易時：買賣不動產、管理金錢、證券或其他資產、管理銀行、儲蓄



或證券帳戶、提供公司設立、營運或管理服務、法人或法律協議之設立、營運或管理以及買賣事業體。4、信託及公司服務提供業為客戶準備或進行下列交易時：擔任法人之名義代表人、擔任或安排他人擔任公司董事或秘書、合夥人或在其他法人組織之類似職位、提供公司、合夥或其他型態商業經註冊之辦公室、營業地址、居所、通訊或管理地址、擔任或安排他人擔任信託或其他類似契約性質之受託人或其他相同角色、擔任或安排他人擔任實質持股股東。5、其他業務特性或交易型態易為洗錢犯罪利用之事業或從業人員。第二項辦理融資性租賃業務事業之範圍、第三項第五款指定之非金融事業或人員，其適用之交易型態，及得不適用第九條第一項申報規定之前項各款事業或人員，由法務部會同中央目的事業主管機關報請行政院指定。第一項金融機構、第二項辦理融資性租賃業務事業及第三項指定之非金融事業或人員所從事之交易，必要時，得由法務部會同中央目的事業主管機關指定其使用現金以外之支付工具。第一項、第二項及前二項之中央目的事業主管機關認定有疑義者，由行政院指定目的事業主管機關。前三項之指定，其事務涉司法院者，由行政院會同司法院指定之。

三、金融機構應注意之事項

為配合一百零五年七月二十七日公布施行

之資恐防制法以及修正條文第十一條有關高風險國家或地區之防制措施，金融機構應訂定防制洗錢注意事項，報請中央目的事業主管機關備查；其內容應包括下列事項：防制洗錢及打擊資恐之作業及內部管制程序、定期舉辦或參加防制洗錢之在職訓練、指派專責人員負責協調監督本注意事項之執行、其他經中央目的事業主管機關指定之事項。指定之非金融事業或人員之防制洗錢注意事項，得由中央目的事業主管機關訂定之。我國為 APG 之會員應踐履會員執行防制洗錢政策責任，依防制洗錢金融行動工作組織（Financial Action Task Force）FATF 四十項建議之第一項建議，國家應持續更新國家洗錢風險評估並採取策進作為，為使洗



錢防制政策能持續性推行，增訂防制洗錢注意事項之執行，中央目的事業主管機關應定期查核，並得委託其他機關（構）、法人或團體辦理。第一項金融機構及第二項指定之非金融事業或人員規避、拒絕或妨礙查核者，由中央目的事業主管機關處新臺幣五萬元以上五十萬元以下罰鍰。

防制洗錢金融行動工作組織（Financial Action Task Force）FATF 四十項建議之第十項及第二十二項建議，分別要求金融機構及指定非金融事業或人員應於特定場合進行確認客戶

身分程序，且上開確認客戶身分程序之規範，應以法律明文規定。另防制洗錢金融行動工作組織（Financial Action Task Force）四十項建議之第十一項第二款及第二十二建議，要求金融機構及指定非金融事業或人員留存其確認客戶身分程序所得相關資料，以供將來追蹤資金流向重要依據，並定保存之期間，金融機構及指定之非金融事業或人員應進行確認客戶身分程序，並留存其確認客戶身分程序所得資料。

前項確認客戶身分程序所得資料，應自業務關係終止時起至少保存五年；臨時性交易者，應自臨時性交易終止時起至少保存五年。但法律另有較長保存期間規定者，從其規定。防制洗錢金融行動工作組織（Financial Action Task Force）FATF 四十項建議之第十二項建議，金融機構對於擔任政治上重要職務之客戶或受益人與其家庭成員及有密切關係之人（close associates）等，除執行一般客戶審查措施外，應執行加強客戶審查程序，爰為金融機構及指定之非金融事業或人員對現任或曾任國內外政府或國際組織重要政治性職務之客戶或受益人與其家庭成員及有密切關係之人，應於有高風險業務關係時，執行加強客戶審查程序。參酌現行立法體例，授權中央目的事業主管機關會商法務部及相關機關訂定有關所稱確認客戶身分、留存確認資料之範圍、程序及方式、加強客戶審查之範圍、程序及方式等事項之辦法，爰為規定確認客戶身分範圍、留存確認資料之範圍、程序、方式及前項加強客戶審查之範圍、程序、方式之辦法，由中央目的事業主管機關會商法務部及相關機關定之。

前項重要政治性職務之人與其家庭成員及有密切關係之人之範圍，由法務部定之。其中確認客戶身分範圍，亦包括免予確認之情形例

如：我國社會民情有購買飾金供作佳節喜慶賀禮用途，而飾金相對於金磚金塊之洗錢風險顯然為低，中央目的事業主管機關可在此情形定明屬免予確認之範圍。至於重要政治性職務之人與其家庭成員及有密切關係之人之範圍，不因適用之交易型態而異，爰定明由本法之主管機關即法務部依國家防制洗錢政策需求，參酌國際規範定之。

防制洗錢金融行動工作組織（Financial Action Task Force）FATF 四十項建議之第十一項及第二十二項建議，金融機構及指定之非金融事業或人員對國內外交易所有必要紀錄，應至少保存五年，以確保迅速提供權責機關對相關資訊之請求；該相關交易紀錄須足以重建個別交易，爰規定金融機構及指定之非金融事業或人員因執行業務而辦理國內外交易，應留存必要交易紀錄。有關交易紀錄之保存，自交易完成時起，應至少保存五年。但法律另有較長保存期間規定者從其規定。留存交易紀錄之適用交易範圍、程序、方式之辦法，由中央目的事業主管機關會商法務部及相關機關定之。

違反規定所定辦法者，由中央目的事業主管機關處金融機構新臺幣五百萬元以下罰鍰、處指定之非金融事業或人員新臺幣二十五萬元以下罰鍰。

有關確認客戶身分及留存交易紀錄憑證之規定，因與大額交易通報及可疑交易通報並列，將造成實務運作上僅在大額交易通報及可疑交易通報時始為客戶身分確認及交易紀錄憑證留存，與國際規範有別，因此金融機構及指定之非金融事業或人員對於達一定金額以上之通貨交易，除洗錢防制法另有規定外，應向法務部調查局申報。依前項規定為申報者，免除其業務上應保守秘密之義務。金融機構同時負有通

報可疑交易義務及大額通貨交易義務；又防制洗錢金融行動工作組織（Financial Action Task Force）FATF 四十項建議之第二十一項建議，雖僅要求對金融機構依法通報可疑交易義務者予以免責，而未明確提及金融機構申報大額通貨交易之免責規定。惟金融機構依法申報可疑交易者，既得依現行條文第八條第二項免除其業務上應保守秘密之義務，同理金融機構依本條申報大額通貨交易者，亦應免除其保守秘密義務，始得強化金融機構申報大額通貨交易報告義務，增訂依規定為申報者，免除其業務上應保守秘密之義務。有關大額交易通報，依國際規範對於指定之非金融事業或人員而言，並非強制規定，依修正條文第五條第三項規定本條之適用應於指定非金融事業或人員時併予考量。

四、金融目的事業主管機關之權責

依據防制洗錢金融行動工作組織（Financial Action Task Force）FATF 四十項建議之第十九項建議與註釋，對於高風險國家各國應能夠要求或獨立採取適當防制措施（countermeasure），此等防制措施包含要求金融機構運用特定之強化客戶審查措施、對於與被列名國家或該國個人之業務往來關係或金融交易予以限制、禁止金融機構信賴位於被列名國家之第三者所為之客戶審查程序、要求金融機構審查、修正或在必要情形下終止與列名國家金融機構之通匯關係等，為配合防制洗錢及打擊資恐之國際合作，金融目的事業主管機關得自行或經法務部調查局通報，對洗錢或資恐高風險國家或地區，為下列措施：令金融機構強化相關交易之確認客戶身分措施、限制或禁止金融機構與洗錢或資恐高風險國家或地區為匯款或其他交易、採取其他與風險相當且有效之必要防制

措施。目前我國對於防止防制洗錢金融行動工作組織（Financial Action Task Force）FATF 所列明之高風險國家，僅依據現行條文第八條與金融機構對達一定金額以上通貨交易及疑似洗錢交易申報辦法第七條第四款規定進行疑似洗錢交易申報，未獨立採取高風險國家防制措施，與前開建議規範未符。考量現行高風險國家名單均係由法務部調查局轉知，爰定明金融目的事業主管機關得要求金融機構採取與風險相當且有效之防制措施之明確法源依據。洗錢防制法稱洗錢或資恐高風險國家或地區，指下列之一者：經國際防制洗錢組織公告防制洗錢及打擊資恐有嚴重缺失之國家或地區、經國際防制洗錢組織公告未遵循或未充分遵循國際防制洗錢組織建議之國家或地區、其他有具體事證認有洗錢及資恐高風險之國家或地區。

防制洗錢金融行動工作組織（Financial Action Task Force）FATF 四十項建議之第三十二項建議，要求各國應該有相關措施可以偵測現金和無記名可轉讓金融工具之跨國運送，包括憑藉申報制度或其他揭露制度。且各國應確保相關機關有法律授權，可以對被懷疑與洗錢有關或未據實申報、揭露之現金或無記名可轉讓金融工具能夠加以扣留及沒收。

現行條文規定申報物品限於旅客攜帶外幣現鈔及有價證券，惟對於旅客攜帶新臺幣現鈔、黃金或一定金額以上有可能被利用做洗錢之金融商品，卻均無申報義務、處罰及沒入規定。為與國際洗錢防制立法趨勢接軌，並呼應國內執法機關實務上需求，修正旅客或隨交通工具服務之人員出入境攜帶下列之物，應向海關申報；海關受理申報後，應向法務部調查局通報：總價值達一定金額以上之外幣、香港或澳門發行之貨幣及新臺幣現鈔、總價值達一定金額以

上之黃金、及其他總價值達一定金額以上，且有被利用進行洗錢之虞之物品。以貨物運送、快遞、郵寄或其他相類之方法運送前項各款物品出入境者，亦同。外幣、香港或澳門發行之貨幣未依第一項、第二項規定申報者，由海關沒入之；申報不實者，其超過申報部分由海關沒入之；有價證券、黃金、物品未依第一項、第二項規定申報或申報不實者，由海關科以相當於未申報或申報不實之有價證券、黃金、物品價額之罰鍰。

新臺幣依規定申報者超過中央銀行依中央銀行法第十八條之一第一項所定限額部分應予退運。未依規定申報者，由海關沒入之；申報不實者，其超過申報部分由海關沒入之，均不適用中央銀行法第十八條之一第二項規定。大陸地區發行之貨幣依第一項、第二項所定方式出入境，應依臺灣地區與大陸地區人民關係條例相關規定辦理，總價值超過同條例第三十八條第五項所定限額時，海關應向法務部調查局通報。

檢察官於偵查中有事實足認被告利用帳戶、匯款、通貨或其他支付工具犯洗錢防制法第十四條及第十五條之罪者，得聲請該管法院指定六個月以內之期間，對該筆交易之財產為禁止提款、轉帳、付款、交付、轉讓或其他必要處分之命令。其情況急迫，有相當理由足認非立即為上開命令，不能保全得沒收之財產或證據者，檢察官得逕命執行之。但應於執行後三日內，聲請法院補發命令。法院如不於三日內補發或檢察官未於執行後三日內聲請法院補發命令者，應即停止執行。

前項禁止提款、轉帳、付款、交付、轉讓或其他必要處分之命令，法官於審判中得依職

權為之。前二項命令，應以書面為之，並準用刑事訴訟法第一百二十八條規定。第一項之指定期間如有繼續延長之必要者，檢察官應檢附具體理由，至遲於期間屆滿之前五日聲請該管法院裁定。但延長期間不得逾六個月，並以延長一次為限。對於外國政府、機構或國際組織依第二十一條所簽訂之條約或協定或基於互惠原則請求我國協助之案件，如所涉之犯罪行為符合第三條所列之罪，雖非在我國偵查或審判中者，亦得準用前四項規定。

五、應有之配套措施

任何人均不得坐享犯罪所得係司法正義價值所在，實則龐大之犯罪所得係犯罪主要誘因，且犯罪所得經由洗錢行為移轉變更、分層化後，造成追討困難，不僅未能遏止犯罪，司法正義亦難以實踐。考量追討犯罪所得涉及廣大資源運用，包括人力建置、金流分析、查扣鑑價、查扣物變價、沒收物管理、境外執行司法折衝費用、律師費用等諸多困難因素，以及現行實務在跨境犯罪處理上往往有應發還之跨境被害人不明而影響發還時程之情形，參酌美國、英國等國均設有基金之法律機制，於犯罪所得追討之運用成效卓著，為提升追討犯罪所得效能，充實執法機關執行此類特殊業務所需經費，並使現有跨境犯罪之贓款發還被害人流程標準化，參酌美國聯邦法典第二十八章第五百二十四條規定，法務部得依洗錢防制法設置基金，我國預算法規定稱基金者，謂已定用途而已收入或尚未收入之現金或其他財產。亦即未來政府有關部門可依法律編列歲入預算，供作相關部門規劃洗錢防制之經費支出科目，供作負責洗錢防制組織編制、人力金流分析、標的物鑑價、變價、管理、PEPs 資料庫建置維運、律師訴訟費用、境外執行司法折衝費用等，用以支援充

作全體職司洗錢防制相關工作之經費來源。

對於外國政府、機構或國際組織所簽訂之條約或協定或基於互惠原則，請求我國協助執行扣押或沒收之案件，如所涉之犯罪行為符合洗錢防制法第三條所列之罪，不在我國偵查或審判中者為限。我國與外國政府、機構或國際組織依洗錢防制法第二十一條所簽訂之條約或協定，或基於互惠原則協助執行沒收犯罪所得或其他追討犯罪所得作為者，法務部得依條約、協定或互惠原則將該沒收財產之全部或一部撥交該外國政府、機構或國際組織，或請求撥交沒收財產之全部或一部款項。為防制洗錢政府依互惠原則，得與外國政府、機構或國際組織簽訂防制洗錢之條約或協定。對於外國政府、機構或國際組織請求我國協助之案件，除條約或協定另有規定者外，得基於互惠原則，提供洗錢防制法第九條、第十條、第十二條受理申報或通報之資料及其調查結果。臺灣地區與大陸地區、香港及澳門間之洗錢防制準用有關之規定以利完全落實洗錢防制法規接軌國際相互評鑑。



董監事持股比例與委託書徵求對公司經營之影響
-- 附論獨立董事於面臨敵意併購時應採取之作為*

林國全

國立政治大法學院 教授

戴銘昇

中國文化大學法學院 教授

壹、前言

委託書的主要功能之一是避免股東會出席率不足而流會。為鼓勵股東得無障礙地參與股東會行使表決權，主管機關自 2012 年起，逐年降低強制使用電子投票之上市（櫃）公司門檻，自股東使用之筆數與股數觀之，已有逐年成長之趨勢；另過去外資股東之投票指示，須先傳給國內保管銀行，再轉給發行公司，在外資股東缺乏發行公司議事手冊內容之完整資訊（例如無標準化之英譯版本，影響外資對議案之瞭解與分析），且投票時間不足（國內保銀與外資間取得與傳遞訊息之跨國作業耗時，外資投票指示傳送國內保銀後，保銀尚須處理出席簽到卡、指派函與整理編製行使表決權資料，故保銀須將接受投票資料之截止日提前），自 2015 年之股東會起，在英譯議事手冊標準化及投票資訊處理自動化之配套下，外資股東已可透過跨國投票直通式處理機制（Straight Through Process）直接將投票結果傳送予發行公司知悉。在上述配套措施逐漸完備之下，國內之監管機關開始有了檢討委託書徵求制度存廢之呼聲。

日月光半導體製造股份有限公司（下稱日月光）董事會前於 2015 年 8 月 21 日決議通過公開收購矽品精密工業股份有限公司（下稱矽品）股份，而於 2015 年 8 月 24 日起至同年 9 月 22 日止，以每股現金 45 元，公開收購矽品已發行股份總額 25% 股份；12 月中旬，日月光又宣布以每股 55 元公開收購矽品 100% 股權。據報載，日月光公開收購矽品時，矽品董監持股僅餘 4.81%（董事長持股 2.2%），矽品董事長雖於公開收購期間極力反對日月光收購，並買入矽品 2.4 萬張股票，使其持股達 3%，惟仍因其及經營團隊持股比例過低，無力抵抗

日月光之公開收購。依據證交所公告之資訊，日月光之外資持股約 79%、矽品之外資持股約 52%，皆相當地高，因此，當有併購案或董監事改選之經營權之爭時，外資持股即具有相當之影響力。

為推動公司治理，我國於 2006 年修正證券交易法，引進了「獨立董事」制度，藉由其較高之獨立性，提高對董事會之監督功能，亦比內部董事更能進一步保障公司股東權益。然於日月光公開收購矽品案中，日月光所提供之條件，就股東而言，日月光之兩次收購價皆高出矽品之市價甚多；就股東以外之利害關係人（例如員工、債權人、供應商）而言，日月光釋出矽品全體經營團隊留任、維持現有薪酬及相關福利，可謂相當優渥，矽品之獨立董事初始仍表明反對立場。此一事件，目前雖已告平息，但就法制面而言，獨立董事是否初始即應以行業、併購慣例及相關利害關係人之權益，考量併購之合理性甚至支持日月光之併購提案，亦值得探討，故附論之。

貳、董監事持股比例對公司經營之影響

一、Berle 及 Means 對控制權的分類

依據 Berle 及 Means 的分類，控制權可分為五種樣態，前三種屬於法律上控制，後兩種則為事實上控制，這五種樣態間並無法明確的區分，甚至可以交互運用¹。若是持有有表決權股份超過 50% 者，就會被歸類為法律上控制，事實上控制則持股不會過半，但事實上控制的手段也不會不穩固。在典型的大型公司，並不會透過法律上控制的手段，而常係使用事實上控制。

(一) 法律上控制

1. 控制與所有幾近合一之樣態

在控制與所有幾近合一的樣態，單一個人或持股團體持有公司幾近全部或全部已發行股份。於此種樣態，所有者不僅享有控制權，並且得選任並支配公司之經營階層。此種公司，其所有權及控制權合一。²

2. 過半數控制之樣態

於股權架構單純之公司，持有公司過半股權之單一個人或持股集團對公司享有幾乎全部之法律上控制權，使其有權選任公司董事，此即為過半數控制之樣態。³ 某些控制權 (例如修改章程或解散公司) 之行使，並非簡單多數決可以達成，此時的過半數派並不一定能完全決定此等事項之決策。除了過半數派持有之股份外，其餘之股份廣泛的分散；此時，過半數派所享有之控制權係「未削弱的事實上控制權」。反之，控制權集中於過半數派股東之手，代表著少數派股東雖然也是公司之所有者，卻喪失公司大部分之控制權。⁴ 雖然如此，於過半數控制之樣態，其控制權仍有可能遭到少數派股東之挑戰 (無論是在股東會上或是直接到法院)。隨著公司大型化，欲取得過半數股權的成本過鉅，較多數的控制權係透過相對少數之持股而達成。

3. 透過法律手段取得控制權之樣態

(1) 多層次股權架構

多層次股權架構 (pyramiding) 其實就是一種交叉持股，對大型公司而言，係取得控制權最重要之手段之一。欲控制一公司，可透過先持有另一家公司過半數股權之方式達成 (而且可以不斷反覆進行同樣的模

式)。凡持有此一控股架構最頂點之公司過半數之股權者，即使實際上僅持有整個集團 1% 之所有權，亦可控制整個集團。也就是說，即使是一家資本額非常龐大的公司，只要透過此種方式，實際出資 1% 即可控制此一公司。

(2) 無表決權股

公司可發行各種不同之特別股，大部分均剝奪其表決權 (至少會剝奪選舉董事之權利)，而只有非常少數的某些特別股或表彰非常小額的資本之某種特別股享有表決權，只要持有此類優先股過半數之股份，即足以取得法律上控制權及幾乎所有過半數股權得享有之權力。易言之，此類公司之大部分股份均為無表決權股 (non-voting stock)，僅少數之股份具表決權，那麼對控制者而言，其僅需付出極小額之成本。試舉一較極端之例子，例如一家股份總數 10 億股之公司，可能只有 1 萬股之股份享表決權，只要能取得超過 5,000 股有表決權股份即可取得控制權。

(3) 複數表決權股

公司可僅針對控制股東發行數量相當多的特別股，而此類股份之表決權在比例上較出資額高。與無表決權股的方式雷同，透過複數表決權股的運用，也可以讓控制股東以極低之資金成本取得極高之表決權，並進行維持對大型公司之控制權。

(4) 表決權信託

表決權信託 (voting trust) 通常係由經營階層作為受託人，對於信託股票享有完全的權力。通常交付信託的股票會過半



數，此時，受託人雖不必然擁有公司股票，卻仍掌握對公司幾近完全的控制權。股票交付之股東則會取得信託憑證 (trust certificates)，使其藉此取得投資收益 (由董事決定數額)。表決權信託的方式係從 19 世紀後期開始出現，起初其適法性有疑慮，後來則受到法規的肯認。表決權信託有別於前述幾種模式，其特色為股東們的控制權完全被分離。

(二) 事實上控制

1. 少數控制之樣態

少數控制之樣態 (minority control) 可能係指，單一個人或持股集團持有雖未過半數，但股權足夠使其取得足以主導公司的地位。此等集團此時係對公司取得「有效控制」(“working control”)。一般而言，除其本身之少數股權外，其仍須取得小股東的委託書，以便在股東會上

掌握過半數表決權，藉此取得控制權。反之，這代表並無其他股東之持股足以掌控過半數之表決權。當一家公司之規模相對小且其股東人數不算太多時，少數控制的方式相對難以維持。敵對陣營得買進過半數股票，或者也許只買進少數股票、但數量足以在委託書爭奪戰中吸引取得控制權所需之額外委託書，即可取得控制權。公司的規模越大、股權越分散，要從取得控制權的少數派手中奪權就會變得更困難。若是一家超大型公司，市場派幾乎不可能有財力買進其過半數股份。

少數控制的樣態有一個最嚴重的限制，即經營階層可能背叛。只要公司的業務能順利運作，少數控制的方式可以默默的維持許多年，但一旦產生危機，或控制股東與經營階層發生衝突時，爭議就產生了，必須透過委託書爭奪戰以決定控制權的歸屬 (透過委託書爭奪戰，同時也就會發現控制股東對經營階層的仰賴

程度如何)。於公司設立委託書委員會(proxy committee)時，⁵係由經營階層決定其成員，而由於經營階層是由控制股東所選出，故委託書委員會當然會為了控制股東的利益而服務。但是，一旦經營階層拒絕服務控制股東時，公司內的委託書機制就不再為控制股東服務，此時，控制股東(持股集團)只能採取較為昂貴的手段，負擔寄發委託書的成本、及爭取股東的支持以對抗經營階層。

2. 經營階層控制之樣態

當公司最大股東之持股也不過1%時，無任何股東能夠對公司之經營階層施加壓力、也沒辦法據此匯集到過半數之表決權，此即屬經營階層控制之樣態(management control)。於此樣態中，無任何一個個人或持股集團之持股足以主導公司之運作，是控制與所有分離最徹底的型態，絕大多數的所有人(股東)，事實上對公司幾乎無控制權，而實際掌權者僅持有微不足道的股份。大多數的情形下，控制權可以悄悄的延續許多年而不會受到很積極的挑戰。股東多只能扮演橡皮圖章的角色。有時，任一個別的持股集團均未取得事實上控制權，由兩個或多個少數派聯合控制的情形並非罕見，此時為共治(joint control)。取得控制權之經營階層得指派委託書委員會之成員，既然如此，幾乎就代表經營階層會贏得下次董事會選舉，當公司股權充分分散後，經營階層即使持有股份極少，也可以永保權位。此種樣態的經營權雖算相對穩固，但還是會遇到挑戰，現有經營階層經營不善時，股東們可能會團結起來將經營者換掉。

二、關於持股成數之理論

1. 支持提高持股成數者

依據利益收斂假說(convergence-of-interest hypothesis)，當董事之持股越高時，其個人利益與股東之利益越趨一致，可以提高公司之經營績效。⁶然而，對於此一理論，國內有學者質疑其妥適性者。⁷另外，也有國外文獻指出，董事持股比例越高，企業風險越低者，而國內亦有研究肯認此一結論。⁸

2. 反對提高持股成數者

利益掠奪假說(entrenchment hypothesis，又稱鞏固職位假說)指出董事持股較高的公司，因掌握的股權較高，職位穩固，易生兩項缺點：(1)更易使公司內部監督機制喪失效力；(2)更容易追求私利。⁹

三、提高董監事持股比例可能性之研析

依照國內文獻過往的研究，我國公司法及證券交易法(下亦稱證交法)常師法的美國、日本、歐盟、德國及英國等法制，皆無對於經營者持股成數設有最低限制。¹⁰因此，以下重心將置於我國法制之介紹與研析。

(一) 經營與所有分離之法制

1. 董監事資格之鬆綁

公司法於民國18年制定時便規定公司之董事必須就「股東」中選任之，明定董事必須具有股東之身分。此一限制直至民國90年修正時始鬆綁，至於監察人，亦與董事相同，於公司法定時起，便要求必須具有股東身分者始得擔任，亦於民國90年修正時解禁。

2. 上市櫃前公開銷售

依據臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第11條及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券

審查準則第 4 條之規定，公司欲申請上市櫃時，須提出一定比例之普通股進行公開銷售，讓投資人認購，以達到股權分散。

3. 強制股權分散

證交法第 22 條之 1 第 1 項規定：「已依本法發行股票之公司，於增資發行新股時，主管機關得規定其股權分散標準。」第 28 條之 1 則規定：(第 1 項)「股票未在證券交易所上市或未於證券商營業處所買賣之公開發行股票公司，其股權分散未達主管機關依第二十二條之一第一項所定標準者，於現金發行新股時，除主管機關認為無須或不適宜對外公開發行者外，應提撥發行新股總額之一定比率，對外公開發行，不受公司法第二百六十七條第三項關於原股東儘先分認規定之限制。」(第 2 項)「股票已在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣之公開發行股票公司，於現金發行新股時，主管機關得規定提撥發行新股總額之一定比率，以時價向外公開發行，不受公司法第二百六十七條第三項關於原股東儘先分認規定之限制。」(第 3 項)「前二項提撥比率定為發行新股總額之百分之十。但股東會另有較高比率之決議者，從其決議。」(第 4 項)「依第一項或第二項規定提撥向外公開發行時，同次發行由公司員工承購或原有股東認購之價格，應與向外公開發行之價格相同。」

未上市櫃公司之股權分散標準規定於發行人募集與發行有價證券處理準則第 18 條第 1 項；至於已上市櫃之公司，依發行人募集與發行有價證券處理準則第 17 條第 1 項之規定，一律「應」進行股權分散。

(二) 經營與所有合一之法制

1. 當選前：徵求人持有股數門檻

(1) 一般徵求

無選舉董監事議案時，徵求人應持有公司已發行股份 5 萬股以上 (公開發行公司出席股東會使用委託書規則 (下稱委託書規則) 第 5 條第 1 項本文)。

反之，若有選舉董監事議案時，以非金融業為例，「徵求人應繼續六個月以上，持有該公司已發行股份八十萬股以上或已發行股份總數千分之二以上且不低於十萬股。」(委託書規則第 5 條第 1 項但書)。

(2) 聯合徵求

若屬於聯合徵求 (委託信託事業或股務代理機構擔任徵求人、徵求股數無上限)，除須受持股期間繼續 1 年以上之要求外，以非金融業之一般公司為例，其須「持有公司已發行股份總數百分之十以上」(委託書規則第 6 條第 1 項)。

2. 當選後

(1) 消極限制：董監事持股超額轉讓當然解任 (公司法第 197、227 條)

(2) 積極限制：董監事最低持股成數要求

公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則 (下稱股權成數規則) 第 2 條，將公司依實收資本額 (3 億 ~1,000 億元) 分為八個級距，全體董事應持有之比例介於 15% 至 1% 之間 (監察人為十分之一)。

(三) 可能性分析

屬於股權集中之非公開發行公司，並不在本文之探討範圍內，先予敘明。

經營者持股成數高低對公司經營績效之優劣，在經濟理論方面，如前所述，亦相當分歧，

國內法律學者也大多反對強制經營與所有合一之法制，¹¹甚至大法官會議釋字第 638 號解釋理由書中也指出須隨時檢討此一制度。對於我國採取董監事最低持股成數法制本身政策的當否，國內之討論已相當充分，因此本文不做重複之討論，也就不就強制採經營與所有合一的政策加以批評（惟並不代表本文支持此一政策）。以下在不涉及強制經營與所有合一當否之前提下，本文提出幾項可以做為提高持股成數依據之理論分析，但必須強調的是，提高股權成數最直接的影響是妨礙公司巨型化，若未來國家之經濟政策希望國內企業可能茁壯為得以與外國企業抗衡之跨國企業，則對是否再提高股權成數的問題須審慎考量！

1. 直接提高之方法

(1) 對照委託書規則設立之持股比例，仍有提高空間

現行之股權成數規則第 2 條依公司實收資本額大小將董監事最低持股成數之比例分成八個級距，資本額越高者，最低持股比例越低。當公司實收資本額超過新臺幣 1,000 億元時，全體董事之最低持股成數比例只要達到 1% 即可。然而，在當選董事之前，對於欲以徵求委託書之方式取得經營權者所設之持股門檻卻未依公司資本額的大小而異其比例，一旦此一持股集團取得控制權與其他持股集團共同組成董事會後（亦即有更多人持股均可計入最低持股成數之計算，實際掌權者所需持有之股數可再降低），此一董事會之整體僅須維持在 1% 的持股水平即可，調降了十倍以上。¹²既然經營者欲取得經營權時，能有財力取得 12% 之持股，在取得

經營權後，課其繼續保有接近此一門檻之股數，在技術面上並非不可行；或者，至少可針對以委託書取得經營權者，將其最低持股成數拉高。

(2) 取消持股折扣優惠

現行股權成數規則第 2 條第 2 項給予設置兩席以上獨立董事之公開發行公司持股八折之優惠措施，以鼓勵其設置獨立董事；同條第 4 項甚至對於獨立董事席次過半且設審計委員會之公司（金融控股公司、銀行、保險公司以外之公司；以下簡稱設審計委員會之公司），完全豁免其最低持股成數之義務。若證交法現行的規範邏輯定調為肯認強制經營者持有有一定股數之正當性，依據此一原則，則強制持有有一定股數應係有利於公司治理，怎可允其有豁免及降低持股比例之機會，此種措施無疑是自承此種限制係在加重經營者負擔。若本法認為持股成數有利於公司治理，則有利於公司治理之措施應多多益善，應該可以與獨立董事、審計委員會等制度併行不悖才是，目前兩席獨立董事打八折及設審計委員會之公司即豁免最低持股成數義務之規定，顯然有害於公司治理（以現行法之規範邏輯言之）。

若係上市公司，原則上於 2014 年起已全面強制設置兩席以上之獨立董事，¹³特定之金融業及資本額達一定門檻之一般上市公司亦須強制設置審計委員會。¹⁴可見依現行法令，上述二類公司本就應強制設置獨立董事或（及）審計委員會，針對本已負有設置獨立董事及審計委員會義務之公司另外再給予持股成數的優惠或豁

免，在法理上亦屬矛盾。至少針對此二類公司，有取消此等優惠措施之合理解釋空間。

2. 間接提高之方法

除了直接將現行董監事最低持股成數調高的方式外，以下之方法或多或少均可間接 (或實質) 提高經營者之實際持股成數，可逐步採行。

(1) 對董事會人數設定上限

現行之股權成數規則規範之對象係針對董事會及監察人之全體，實務上便發生有公司之經營者持股比例偏低，遂利用「人海戰術」大幅提高董事及監察人之人數，積少成多，以勉強湊足法令要求之最低持股成數¹⁵。若要實質提高全體董事之實際持股成數，則對董事會人數設定上限，在一定的程度範圍內，可以達到此一目的。

(2) 持股成數改依「持股集團」(類似共同取得人) 認定

現行股權成數規則之規範對象為「全體」之董監事，然而，股權分散的結果，公司可能處於數個持股集團 (shareholding group) 「共治」的局面，惟仍會有實際掌權之特定持股集團，此一持股集團才是真正的掌權者，其他則為少數派。若欲以法令強制董監事持有一定股數，則應須課予實際之掌權者負有持有一定股數之義務，¹⁶而非以「全體」董事及監察人為對象。

少數派並未掌握經營權，無法主導公司業務之決策，既然對公司業務之影響力較低，強制其亦必須持有一定之股數，並無法發揮真正的規範效果。若能將規範對象

明確的限定為係掌權之持股集團，由於少數派之持股不能併計入其持股，也可收實質提高經營者持股成數之效。¹⁷

(3) 持股之認定改依「自然人」為對象

依據現行股權成數規則第 3 條第 2 項之規定，持股成數之認定對象係法人股東 (甚至可併計自然人)，¹⁸ 如此之規範，無法真正發揮強制持股之規範目的，尤其是對於慣用複雜的交叉持股而形成之企業集團，本制度儼然為贅文！

換個角度說，由於現行法令對於持股成數的適用對象設定為法人股東，致使真正掌權的自然人即使「零持股」亦可穩坐董事長之寶座而安然無憂，若能正視此一問題，調整持股成數義務真正應適用之對象，將之改為以自然人為對象，即使所適用之股權成數比例較原來為低 (假設因應對象改為自然人，將股權成數隨之適度調降時)，較之現行法制而言，真正應受規範之自然人，其持股義務從無到有，亦為實質上提高了股權成數之比例，也才是真正落實股權成數規範之立法目的。

(4) 縮短董事任期

依公司法第 195 條第 1 項之規定，我國公司之董事任期一般均定為三年。經營者即使持股成數偏低，只要利用委託書或其他方式，用盡其一切政商人脈打贏一場眼前的選戰，便可以和平的渡過三年任期；即使因持股成數偏低，為補足持股不足之劣勢所額外支出之成本 (指實際增加持股以外之成本，可能包括違法價購委託書、以對價關係與持股較高之大股東暗地結盟等成本) 即使相當高額，但由於一旦

打贏即可偏安三年，投資報酬率不可謂不高！連帶的，經營者較容易養成「持股偏低亦無妨」的心態。

於美國，依據模範商業公司法 § 8.05(b) 之規定，董事無固定任期，其任期於選出新任董事時屆滿；實際上，董事任期通常為一年。¹⁹ 依據日本會社法第 332 條之規定，公開發行公司之董事任期依公司種類分為兩種期限，若未設置委員會之公司，其董事任期為二年（第 332 條第 1 項），若係設置委員會（指監查等委員會或提名委員會等）之公司，其董事任期縮短為一年（第 332 條第 3 項）。從比較法的觀點，我國股份有限公司董事之任期確有縮短之空間存在。倘縮短任期，改選的頻率提高，為免持股過低須頻繁的面臨經營權爭奪戰及因此增加之額外高額支出（合法及非法），基於經濟上考量，經營者自會提高自身之持股，而無待法律就持股數加以特別規定。

(5) 排除公司法第 27 條第 3 項之適用

若是依公司法第 27 條第 1 項及 2 項產生之董監事，同條第 3 項允許法人股東隨時撤換擔任董監事之自然人代表，而不必經過股東會之同意或改選程序，此一規定向為學者所詬病，因此就本條在公司法上的諸問題，在此不再贅述。然而，此一規定亦對經營者之持股數量有一定程度的負面影響。

以經營權與控制權分離之公司為例，控制股東雖將經營權交予其所信賴之專業人士，卻不必擔心經營階層造反，只要經營階層一不受控制，便可立即祭出公司法第

27 條第 3 項之改派權隨時撤換，不必附理由，也無賠償責任。公司法第 27 條第 3 項形同是以法律做為控制股東之靠山，在光譜上過度偏袒控制股東！而由於控制股東不必擔心經營者之反撲，連帶的，控制股東便不必保有相當比例之股數，以隨時備戰。倘能將公司法第 27 條第 3 項刪除，控制股東為了保全控制權自然會提高自身之持股數量，而無待法律之規定。不過，目前國內之企業幾乎均已養成仰賴公司法第 27 條改派權之習慣，要刪除勢必遭遇強烈反彈聲浪，因此，建議可逐步改革，第一步可先從公開發行公司開始，明定公開發行公司不適用公司法第 27 條第 3 項。

參、委託書徵求制度存廢之研究

美國、日本及我國法制，對於委託書之規範架構幾近完全相同。對於委託書之基本規範均係置於公司法中，對於徵求之事項，公司法則不規範，全讓諸證券法令。

一、徵求制度之優劣

(一) 徵求制度之優點

1. 避免無法達到定足數要件
2. 監督公司經營者

美國法制上一向將公開收購及委託書徵求視為監控公司之兩項利器，若公司經營者表現不佳時，市場便可發動委託書之徵求，而淘汰無能之經營者，使經營者必須戰戰兢兢的履行職務，間接發揮監督公司之功能。²⁰

3. 讓有能者有機會入主公司

有錢者不代表有能，有能者也未必多金。透過委託書之使用，可讓有經營長才之人，得以透過委託書號召多數小股東之支持，取得董事席次，利用其專業能力提升公司之經營績效。²¹

(二) 徵求制度之缺點

1. 經營權爭奪

2. 少數股東控制公司

二、禁止徵求之可行性分析

我國法制之設計，雖大致之架構與美日類似，不過，我國與美日法制仍有些許不同，我國之委託書規則對「非屬徵求」之行為亦加以規範，美日則均僅規範徵求之行為。

若欲研究是否禁止徵求行為，實質上等同於研議是否要完全廢除證交法之委託書制度(規則)。具體而言，若欲禁止徵求行為，則必須修改現行證交法第 25 條之 1，明定禁止徵求委託書之意旨；修法通過後，進一步則是廢止委託書規則。而「非屬徵求」之態樣，既然美日法制均未置於證券法令中，我國可參照之，不必在證交法加以規範，回歸公司法即可。

不過，基於下述理由，本文建議可強化現有法制，惟仍應保留徵求制度。

1. 將使股東會流會機率提高

目前我國已於 2005 年引進通訊投票制度(公司法第 177 條之 1、第 177 條之 2)，且自 2012 年起，已逐年降低強制使用電子投票之上市(櫃)公司門檻。即便如此，電子投票制度對於股東而言，仍然是屬於表決權「主動行使」之樣態，就算我國強制所有公開發行公司均須提供電子投票之方式，若股東不選用，股東會仍然存在著流會的風險。而且，由於我國整體

股權結構中，散戶之持股仍占相當之比例，散戶之持股多偏低，個別股東之表決權數無法影響表決結果，造成股東怠惰的可能性提高。反之，徵求制度則是徵求人主動向股東徵取委託書，當選情膠著時，徵求團隊甚至可能親自登門挨家挨戶收取委託書，此對於態度消極的股東而言，是更為簡單的表決權行使方式(被動行使)。現階段若將徵求制度廢除，難以斷言不會有公司之股東會因此流會。當然，若我國之電子投票制度未來可像日本般達到九成以上之使用率時(從股東使用率之角度之統計)，此點疑慮之影響機率大減。

2. 將使公眾喪失一項監督經營者之利器

徵求制度雖然可能淪為經營權爭奪之工具，但經營權爭奪對公司而言，並非全然只有負面影響，若是用以淘汰不適任、無效率或掏空公司之經營者，則對公司有利。倘全面禁止徵求行為，將使市場監督之武器少掉一項，削弱市場監督之力量。雖然外部監督仍有行政監督及司法監督可以運用，惟前者取決於政府之人力、後者則為消極的不告不理，均有其界限，實在不必因噎廢食，允許市場監督機制之存在，可使監督網絡更為綿密。

3. 有能者將無機會入主公司

若禁止徵求，仍有公開收購之手段可以奪取公司之經營權，惟運用公開收購時，能否成功之關鍵便取決於財力強弱，可說已純然是一場金錢的戰爭、豪門與豪門(或財閥與財閥)的對決，即便成功，也是讓另一個富豪集團入主公司而已，還是一種富豪統治(plutocracy)的現象，若新的團隊仍是無經營專才者，公司之經營績效還是無法提升。相對於此，若保留徵求制度，有能、但無財者，還是有機會透過

此制而號召股東，取得足夠數量之委託書，進而入主公司。「民國六十三年，某位教授即曾公開登報徵求一般小額投資人支持，以便當選新坡董事，參與經營」。²²我國證交法不應扼殺此種正向的可能性！

4. 將促使徵求行為地下化，更無助於監理

我國現行法制要求公司一律須將委託書附隨於開會通知寄發予股東，使股東之表決權有一「有形化之表徵—委託書」，使之順理成章的成為易被徵求的標的。假設禁止徵求行為，大股東無法公開對市場徵求「委託書」，但仍可能遁入地下，直接針對股數較多的股東價購其「裸表決權」(未附麗於委託書)，由於未進行公開行為，主管機關更無從查緝。當經營權爭奪戰之戰況更為激烈時，甚至可能展開更大規模之地下價購表決權之行為(公職選舉之賄選即係如此進行)，增加主管機關監理之黑數，反倒不如維持現制，允許徵求之行為，以便進行監理。

5. 美國證券法權威學者 Loss 的見解

美國證券法之權威學者 Loss 教授指出，控制與所有分離後，股東會的概念變成了委託書制度。這使得公司委託書在美國經濟體系中掌握了極善或極惡的力量。若不加以規範，它會造成董事永保權位及不負責任的經營。若適當的加以管制，它將成為現代公司制度的救世主。²³

依照 Loss 教授的看法，委託書徵求制度係應透過加以管理之方式，使其發揮正面之功能，而非加以禁止。

肆、獨立董事於面臨敵意併購時應採取之作為

一、我國法制現況

(一) 獨立董事於併購程序中之義務

獨立董事亦為董事會之成員，法令上對於董事所設之規範，若無特別規定時，均應適用於獨立董事。企業併購法(下稱企併法)第5條第1項規定，獨立董事於併購程序中亦應負善良管理人之注意義務。

(二) 獨立董事於併購程序時之角色

企併法第6條第1項規定「公開發行股票之公司於召開董事會決議併購事項前，應設置特別委員會」，復依據公開發行公司併購特別委員會設置及相關事項辦法第4條第1項、第6條第2項、證交法第14條之4第2項等規定，公司無設置審計委員會時，獨立董事必須加入併購特別委員會(有利益衝突時除外)，設有審計委員會時，獨立董事則以審計委員會之一員而執行併購特別委員會之功能。亦即，無論如何，獨立董事皆須參與併購程序。

2015年時，又修法明定併購特別委員會的功能，從企併法第6條第1項及第3項之規定來看，特別委員會與獨立專家審議之部分不完全相同，前者所負責者係較為抽象的「本次併購計畫與交易之公平性、合理性」的問題，後者則限於具體的「換股比例」及「配發股東之現金或其他財產之合理性」。

(三) 獨立董事於公開收購時之角色

公開收購公開發行公司有價證券管理辦法(下稱公開收購辦法)第14條之1第1項規定

「被收購有價證券之公開發行公司於接獲公開收購人依第九條第三項規定申報及公告之公開收購申報書副本、公開收購說明書及其他書件後，應即設置『審議委員會』，並於十日內公告審議結果。」同條第3項規定，獨立董事必須加入「審議委員會」。

審議委員會之任務有二，一為「審議公開收購條件之公平性、合理性」、一為「就本次收購對其公司股東提供建議」(公開收購辦法第14條之1第2項)。

目前，我國法制僅要求審議委員會必須「審議公開收購條件之公平性、合理性」，而未有明確規定其應採取何種作為。

二、美日法制概況

獨立董事亦係董事會之一員，併購時，一般董事應遵循之義務，獨立董事亦應遵循。美國係併購活動頗為頻繁的國家，依其 Delaware 法院所累積之判決顯示，並未具體明確的規定董事在併購時必須盡到何種作為始能免責，而係要求董事會必須盡善意及合理調查之義務；維護自己之權位，不能是採取反併購防禦措施之完全或主要之動機。1989年 Barkan 案更明白的指出「董事會應如何做始能符合其義務並無單一之藍圖存在」。²⁴1985年 Unocal 案則指出，²⁵董事必須考量併購對股東以外之利害關係人之衝擊。然而，獨立董事有其不同於一般董事之任務，因此，美國法認為若併購案經由過半數獨立董事組成之董事會通過時，董事會之善意推定之效力將更被強化。

若係較為具體的指出獨立董事應該採取何種作為者。1989年 Mills 案指出，²⁶當涉及公司重要資產之轉讓時，在同意前，獨立董事應試圖尋找替代之收購方案。由1986年 Hanson

案判決可發現，²⁷法院認為獨立董事應就出售兩家最重要子公司對公司之潛在傷害進行廣泛的考量、董事會應允許開會討論子公司之內在價值 (intrinsic value)、應了解投資顧問建議之真意。1987年 Ivanhoe 案指出，²⁸獨立董事應採取充分的步驟以取得足夠之資訊。1989年 Gaillard 案則透露出，²⁹獨立董事不能對議案具有任何私人利益、利益衝突或惡意。

日本近年來開始積極推動獨立役員之制度，東京證券交易所也出版相關之書籍試圖將獨立役員應採取之作為具體化 (其具體內容茲不贅)。³⁰依據官方之說明，獨立役員是為了一般股東之利益而監督公司，但是也必須考慮到其他利害關係人之利益，因為，長遠而言，一般股東與利害關係人之利益係一致的。在併購時，若有必要，甚至希望獨立役員應與收購人直接或間接進行協商。

伍、結語

本文雖然提出一些可直接或間接使經營者提高持股比例之方法，不過，法定董監事最低持股比例過高時，恐有害及公司之大型化，在進行政策採擇時，須謹慎為之。

委託書制度係由公司法規範，徵求的部分則係由證交法規範，徵求制度存廢的議題，則形同在探討證交法第25條之1是否應廢除。除本文建議保留外，美日法制也均有委託書徵求之制度，從比較法的觀點，不宜輕言廢除。委託書徵求制度雖宜保留，惟也須適度修正。尤其是現行之委託書規則，許多規定完全悖離立法目的 (對委託書之使用加以「限制、取締或管理」)，反而淪為為經營者創造方便徵求委託書以取得經營權之環境，實宜加以修正。從

另一角度而言，若能提高股東使用電子投票之比例，則使用委託書之股東人數也會跟著下降。日本在書面投票制度正式上路後，委託書制度已幾乎被取代，據 2002 年版股東會白皮書所載，在 2001 年 7 月至 2002 年 6 月之股東會期間，採用書面投票制度之比例超過九成。³¹ 倘我國使用電子投票之比例能如同日本般高達九成時，屆時委託書徵求制度是否存廢之議題，其重要性也將隨之大減。而為何日本可將書面投票制度推行至使用率如此之高，是值得另外單獨再深入研究的課題，恐無法在本篇文章中完整呈現。但，使用上的便利性及誘因勢必是股東之主要考量之一，而在台灣，對小股東而言，最具吸引力的莫過於股東會紀念品，未來應繼續提高電子投票之便利性及誘因，逐步打造便於採行電子投票之環境。

由於獨立董事亦係董事之一員，須與董事負相同之善良管理人注意義務，從此一層面理解獨立董事於面臨敵意併購之角色時，無疑的，並無一定之具體標準檢驗其行為是否符合其善良管理人注意義務。也就是均須事後接受司法之檢驗。我國公開收購辦法第 14 條之 1 第 2 項要求審議委員會（原則上由獨立董事組成）必須「審議公開收購條件之公平性、合理性」，惟何謂公平性、合理性也是不確定法律概念，沒有絕對的事前標準可言，一樣必須事後接受檢驗。

註釋：

* 本文係 2016 年臺灣集中保管結算所委託研究案之部分研究成果。

1. ADOLF A. BERLE & GARDINER C. MEANS, THE MODERN CORPORATION & PRIVATE PROPERTY 83 (Transaction Publishers Tenth printing 2009) (1968). Berle 及 Means 之此書，為研究控制與所有問題之巨著，以下若未特別引註，即係參考此書之介紹。
2. 在公司全數股份被同一股東持有之情形，從美國文獻上觀察，公司之所有者仍係透過選任他人為經營者之方式來經營公司，所有者並不會兼為經營者，這與我國「經營與所有」之概念不同，在我國，公司之所有者常身兼經營者，在美國，所有者則僅多為「控制者」。
3. 由於採共識決並不可行，自然地，公司之控制權就會落入取得公司過半股權人之手。
4. 過半數派的利益與少數派多為一致，過半數派為了保障自身的利益，也會連帶的維護了少數派的利益，因此少數派不會因為喪失控制權當然蒙受損失。利益衝突時，則為例外。
5. 由公司董事會指定的團體，為以委託書行使表決權之股東之代表，依據股東之意向代股東行使表決權，<http://www.nasdaq.com/investing/glossary/p/proxy-committee>，最後瀏覽日：2016.9.7。
6. 薛健宏，董監持股、盈餘平穩化與企業風險之關連性研究，會計評論第 46 期，2008.1，頁 109；周德光、柯佩君，董監事法定最低持股成數與投資人風險之關聯性，商管科技季刊第 15 卷第 2 期，2014.6，頁 227。
7. 劉連煜，強制公開發行公司董監持股規定之檢討，月旦法學第 156 期，2008.5，頁 224。
8. 薛健宏，同前揭註 6，頁 126。
9. 同前註，頁 109；周德光、柯佩君，同前揭註 6，頁 227。

10. 賴英照，股市遊戲規則－最新證券交易法解析，作者自版，2009.10 再版，頁 207；劉連煜，同前揭註 7，頁 223-224。
11. 賴英照，分散股權與董監持股，證券管理第 6 卷第 7 期，1988.7，頁 17；王文宇，董事持股與轉讓之限制規定，月旦法學第 62 期，1990.7，頁 21；劉連煜，新證券交易法實例研習，元照出版，2015.9 增訂十三版第 1 刷，頁 203。
12. 據媒體報導，中信金控全體董事持股僅 0.99%，蘋果即時，2016.8.18，<http://www.appledaily.com.tw/realtimenews/article/new/20160818/931600/>，最後瀏覽日：2016.9.26。
13. 金融監督管理委員會 102.12.31 金管證發字第 1020053112 號函。
14. 金融監督管理委員會 102.12.31 金管證發字第 10200531121 號函。
15. 董監席次超多，董監持股超低，財訊第 275 期，2005.2，頁 40。
16. 若能將持股成數改依「持股集團」(類似共同取得人)認定，即可解決實務上採人海戰術規避最低持股成數的問題，便可無須採用前述「對董事會人數設定上限」之方法。只不過，回歸公司治理本質而言，董事會人數本就不應過多。
17. 未取得控制權之董事須為取得控制權之他董事負補足持股之義務，有違憲之虞！
18. 公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則第 3 條。
19. ROBERT CHARLES CLARK, CORPORATE LAW 105 (1986).
20. 劉連煜、林國全、洪秀芬、曾宛如，股東會委託書之管理，元照，2007.5 初版第 1 刷，頁 11。
21. 甘泉，委託書之正常功能，臺灣證券第 10 期，1986.1，頁 29。
22. 林建煉，委託書問題面面觀，稅務與投資第 50 期，1981.8，頁 7。
23. LOUIS LOSS & JOEL SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 530 (5th ed. Aspen Publishers 2004). 如前所述，美國之法制設計，係將委託書之基本規範置於公司法，徵求之規範置於證券法令，因此，Loss 教授所稱的委託書制度即係指「徵求制度」。
24. Barkan v. Amsted Industries, Inc., 567 A.2d 1279 (Del. 1989).
25. Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).
26. Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc., 559 A.2d 1261 (Del. 1989).
27. Hanson Trust PLC v. ML SCM Acquisition, Inc. 781 F.2d 264 (2d Cir. 1986).
28. Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp., 535 A.2d 1334 (Del. 1987).
29. Gaillard v. Natomas Co., 208 Cal.App.3d 1250 (1989).
30. 神田秀樹監修，東京証券取引所編著，ハンドブック独立役員の実務，商事法務，2013.7 初版第 4 刷。
31. 一松旬，委任状勧誘制度の整備の概要，旬刊商事法務第 1662 期，2003.5.5，頁 58 註 5。



國際公司治理發展新趨勢 - 以盡職治理守則（Stewardship Code）為例

馮震宇

國立政治大學法律系 教授

壹、前言

在金管會新主委顧立雄上台後，首先揭諸的政策目標之一，就是將啟動第三次金融改革，重點就是「公司治理」，將透過內外部機制雙管齊下，搭配量化與質化指標，要讓金融業成為公司治理的典範。

事實上，公司治理已經早就受到各方重視，政府近年來不但要求企業加強公司的內部治理（例如法令遵循與內控內稽制度），也透過修改公司法、證券交易法、以及其他相關法規的方式，強化了公司外部治理的力道。但除此之外，相關單位在強化公司治理方面更值得重視的，就是在 2016 年引進國際間新興的盡職治理守則（Stewardship Code）¹ 制度，以期透過機構法人的參與使台灣的公司治理能夠與國際同步，以達成保護投資人與公司永續經營的目標。



所謂的盡職治理守則，乃係指一系列指示機構法人²如何行使投票權、監督企業公司治理與管理策略、建立可遵循制度，以強化公司治理之相關原則。其目的，在於使機構法人得在履行其本身經營管理職責之同時，亦能將客戶、受益人以及所投資公司之權益列入考量，進而使機構法人能透過遂行股東行動主義，積極參與所投資公司之公司治理相關事務，以促

使公司治理的完善，並達成公司永續經營與發展的目標。也因此盡職治理守則近年來已成為國際間各公司治理機構以及各國主管機關所共同關注的議題，更是進一步完善公司治理的一塊重要拼圖。

這是因為機構法人在各國集中交易市場所占的交易比重逐步攀升，而機構法人往往又掌控大量資金或部位，對市場及其所投資公司均可能產生重大影響。例如台股站上萬點已打破過去最長的記錄，就是內外資法人的傑作；而國內投資人在判斷市場方向與決定投資時，往往會觀察三大法人的動向等都是例證。也因此機構法人在投資或履行對股東與受託人義務時，即應基於資金提供者與受益人的長期利益，善盡善良管理人注意義務，對被投資公司營運狀況加以適當的關注，並透過出席股東會以行使其股東權，甚至適當與被投資公司透過參與（engagement）等方式，強化被投資公司踐行公司治理之誘因。而這套協助機構法人履行其所擁有股權的原則，就是國際間為進一步強化公司治理所發展出來的「盡職治理守則」（Stewardship Code）。

也因此就盡職治理（stewardship）意涵與範疇而言，其目的並不僅侷限於規範機構法人應如何參與股東會及行使股東權，還涵蓋機構法人應如何透過監督及參與（engagement）之方式，就公司策略、績效、風險、資本架構、公司治理、投資報酬等營運內容表達意見，並可透過與公司進行建設性的對話等方式協助公司決策，達成公司與股東的最大利益，以落實公司治理的目標。

在此等目標之下，盡職治理（stewardship）在國際公司治理範疇內，已經逐漸成為一種顯

學，受到各國政府與機構法人的重視。故縱使並非所有的已開發國家都有訂定盡職治理守則（例如美國就不採類似的名詞），但是盡職治理的精神與原則卻已經獲得絕大多數國家與機構法人的認可。本文謹就國際間盡職治理的發展趨勢與各主要國家之實踐加以介紹，以使各界能在新金管會主委加強公司治理的強力宣示下，能對國內新引進的公司治理工具有更深入的瞭解。

貳、國際間盡職治理政策之發展與現況

盡職治理守則的發軔始於英國。英國首開風氣之先，於 2010 年基於其原有提供機構法人自願遵守的守則，發展而成英國版的盡職治理守則 (The UK Stewardship Code)。此後許多國家亦紛紛依據各國企業發展情況、市場狀況與企業治理目標，研擬或是已經訂定了符合該國所需的盡職治理守則。

例如荷蘭的公司治理平台 Eumedion 發展出「股權參與之最佳實踐」³；瑞士發展出「機構法人治理公開有限公司行使參與權指南」⁴；而義大利版本的盡職治理守則⁵亦於 2013 年 10 月發布，並於 2016 年修正⁶。此外葡萄牙、法國等國家則要求發行公司採取部分揭露責任，其他歐盟國家則採取國際標準，如「聯合國盡責投資原則」(UN Principles for Responsible Investment, PRI)⁷或 OECD/G20 公司治理原則的相關規定（如原則 III 與 IIIA，詳後述）。除了歐洲國家之外，其他國家如南非、加拿大也制定類似的準則。

而在亞洲，日本於 2014 年 2 月發布其盡職治理守則，馬來西亞證券事務監察委員

會與少數股東監察組織 (Minority Shareholder Watchdog Group) 亦於 2014 年 6 月發表「馬來西亞機構法人守則」⁸，大致採取英國版本規範原則。香港證券及期貨事務監察委員會 (Securities and Futures Commission, SFC) 亦於 2016 年 3 月採行「負責任的擁有權原則」^{9,10}。而其他亞洲國家，如南韓、印度以及新加坡等國也紛紛跟進。

雖然澳洲與美國並無類似規定，但是澳洲業界組織則頒布一些與 stewardship code 精神相仿的最佳實踐原則，而部分澳洲機構法人則以自願的方式採行、甚至簽署英國盡職治理守則，並每年公佈盡職治理年度報告 (Stewardship Report)。美國雖無類似之盡職治理守則之具體規範，但是根據受雇人退休收入安全法 (ERISA) 之規定，美國退休基金管理人與註冊基金管理人均負有忠誠義務 (fiduciary duty)，需妥善運用其為最終受益人 (beneficial owner) 所持有之股權以行使投票權，故美國勞動部早就透過行政命令要求這些法人揭露其行使投票權之情形。除此之外，美國證券交易委員會 (SEC) 也要求機構法人應每年填寫 Form N-PX，說明其如何依循 Dodd-Frank Act 以受委任身分就經營階層薪酬事宜進行投票等相關事宜¹¹，也凸顯雖然美國並無盡職治理守則之名，但是卻有盡職治理之實。

此外，盡職治理原則也在國際機構獲得肯定。例如經濟合作發展組織 (OECD) 於 2015 年所發布之公司治理原則修正時，在原則 III 就將盡職治理原則納入公司治理架構的一環，以期結合公司內外力量共同提升被投資公司、機構法人及受益人價值，並在原則 IIIA 中明確規定，機構法人基於忠誠義務，應揭露與其投資有關的公司治理與投票政策，包括其所採行並

用以決定其投票權的程序¹²。

為使讀者能夠了解各國有關盡職治理發展的情況與趨勢，以下謹就主要國家所採行的盡職治理守則的規範內容加以介紹。

參、各國盡職治理政策之制訂與實施情況

一、英國盡職治理守則之制定與發展

就首開盡職治理原則風氣之先的英國而言，其率先採行的「英國盡職治理守則」（UK Stewardship Code），其實並非憑空創造出來，而是以機構股東委員會（Institutional Shareholders Committee, ISC）於 2002 年發佈的「機構法人及其代理人責任 - 基本原則聲明」（The Responsibility of Institutional Shareholders and Agents: Statement of Principles）為基礎發展而來。

而英國之所以首先倡議盡職治理守則，主要是在經歷 2008 年全球金融海嘯後，論者認為若能有機法人之參與，或許是避免金融危機的方法之一¹³。另一方面，根據英國政府委託 David Walker 爵士針對英國金融產業的公司治理情況所進行的調查，也就是 2009 年提出的「沃克檢討報告」（Walker Review）¹⁴，亦建議加強對金融業者之公司治理，故英國最終委由負責訂定「英國公司治理守則」（UK Corporate Governance Code）的英國財務報告理事會（The Financial Reporting Council, FRC）來負責訂定相關規範。FRC 最終於 2010 年 7 月完成「英國盡職治理守則」的制定與公佈。雖然該守則於 2012 年 9 月進行過一次修訂，但基本上前後兩個版本相當一致，

都是針對機構法人應如何強化公司治理加以規範。

就 FRC 所訂定的另一份重要的公司治理守則，也就是「英國公司治理守則」¹⁵而言，這兩份守則雖內外有別，但卻具有相輔相成的效果。也就是「英國公司治理守則」主要係針對公司的內部治理，提供公司一個從內部強化公司治理的標準；相反的，「英國盡職治理守則」則係規範外部機構法人在參與其所投資公司事務時應遵循的良好作業規範，其目的在於協助落實機構法人對履行董事會進行適當監督的責任，以達到提升公司及其資金提供者長期效益之目的。因為 FRC 認為，有效的盡職治理不但有利於公司，更有利於提升投資人及整體經濟效益。

至於該守則所規範的範疇，包括資產分派、投資委託授與、投資策略擬定、或買賣特定證券等不同業務，又可再細分為資產擁有人及資產管理人¹⁶。而該守則還可延伸適用至服務提供者，例如受委託投票機構、受委託代表機構和投資顧問等其他機構服務提供者。此外 FRC 還鼓勵機構法人儘量遵循英國盡職治理守則之規定處理海外投資。

就英國盡職治理守則之架構而言，其乃是由基礎的原則（principles）以及說明各原則應如何適用的準則（guidance）兩大部分所組成，除採行自願簽署的模式外，也採行「遵守或解釋」（comply or explain）原則作為補充。也就是說，根據該守則，簽署守則的機構法人須就其遵循守則的情況加以揭露並提出報告，若未能遵守該原則，須就該機構為何無法遵守該守則的原因提出說明與解釋。

為確保盡職治理守則的有效運作，FRC 則採每二年定期評估的原則，因此首先於 2012 年針對 2010 年版本進行部份修正。不過在 2014 年與 2016 年，FRC 則未就該守則再次進行修正，卻將重點置於推動該守則的執行與落實，推動機構法人能確實履行其針對盡職治理守則之承諾¹⁷。

根據 2012 年「英國盡職治理守則」的內容觀察，其規範重點主要著重於下列三個部分¹⁸，亦即：

- 1、明確定義資產所有人與資產管理人之責任，並定義其選擇外包的管理活動，使其更明瞭簽署守則後應遵循的責任內涵；
- 2、於集體委任的情形下，需更清楚地解釋如何管理利益衝突及其所使用的委託書投票機構；
- 3、鼓勵資產管理人遵循守則以支持經獨立確認的管理原則，提供其客戶更大的保證。

根據修正後的 2012 年版英國盡職治理守則之內容觀察，其主要包含七項機構法人應遵守的原則以及相關的配套準則。而就基礎的應遵守基本原則而言，包括：

- 1、公開揭露如何履行其管理職責的政策（publicly disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities）；
- 2、就處理盡職治理守則的利益衝突制訂積極的政策並揭露之（have a robust policy on managing conflicts of interests in relation to stewardship

and disclose this policy）；

- 3、監督其所投資公司（monitor their investee companies）；
- 4、制訂清晰準則，說明何時及如何強化盡職治理活動的程度，以保障及提升股東價值（establish clear guidelines on when and how they will escalate their activities as a method of protecting and enhancing shareholder value）；
- 5、在適當時機願意與其他投資人共同行動（be willing to act collectively with other investors where appropriate）；
- 6、建立明確的投票政策並揭露其投票活動（have a clear policy on voting and disclosure of voting activity）；
- 7、定期匯報盡職治理及投票活動（report periodically on their stewardship and voting activities）。

自英國盡職治理守則發佈後，FRC 每年都會發佈「公司治理與盡職治理發展」（Developments in Corporate Governance and Stewardship）報告，對公司治理與盡職治理守則的執行成效進行檢討與分析。例如根據 2014 年的報告¹⁹，在該守則僅推出二年內，就已有超過 300 家機構法人簽署，包括 201 個資產管理人、81 個資產擁有人、及 13 個服務提供者²⁰。不過，根據 2015 年 2 月「英國盡職治理守則調查報告」²¹顯示，雖然接受調查的資產管理人 100% 均簽署英國盡職治理守則，並聲明會履行盡職治理責任，但是仍有許多資產管理人並未能確實履行，這也導致 FRC 修改其 2015-2016 年主要工作目標為強化守則之實施，以提升盡職治理行為之品質。

而在 2016 年的報告中，FRC 特別指出，簽署的機構法人針對該守則的報告已經大為改善，連帶使得英國市場的透明度提高許多。FRC 也鼓勵簽署機構法人考慮其聲明是否明確，並在必要時進行修改。FRC 並特別指出，將考慮在 2018 年進一步改進盡職治理守則的報告和對該守則可能之修訂²²。

二、日本盡職治理守則之制定與發展

日本對於盡職治理守則的態度與做法則與英國截然不同，這是因為日本內閣於 2013 年 6 月通過的「日本振興策略」（Japan Revitalization Strategy，或稱安倍經濟政策的「第三隻箭」）中，其所揭示的數個與機構法人相關的原則，即為日本版的「盡職治理守則」。也因此該策略通過後，日本金融廳即積極推動盡職治理守則。

首先，金融廳在 2013 年 8 月成立專家委員會，針對「盡責機構法人原則（Principle for Responsible Institutional Investors）草案進行審議²³，並於 2014 年 2 月 26 日通過發布「盡責機構法人原則」（也就是日本版盡職治理守則）²⁴。日本制定該原則的目的，就在於幫助機構法人能履行其外部監督管理職責。也就是說，對負有責任提升中長期投資回饋予客戶與受益人之機構法人，能在具有對所投資公司以及產業環境深度知識的前提下，藉由建設性地參與被投資公司事務或進行有意義溝通對話，使被投資公司之企業價值能持續成長，並同時適當地考慮其客戶與受益人以及被投資公司利益。此外，儘管投票至關重要，機構管理人履行其管理責任行動並不侷限於行使投票權，尚包含適當監督被投資公司、建設性參與該等公司事務與其他得以培養公司可持續成長之履行職責行為。

不過，由於日本盡職治理守則並非法律，亦不屬於具有法律效力之強制規定，因此為配合不同機構法人之特殊情況，日本版守則亦提供機構法人適用上彈性。此外日本亦採行與英國相同的「遵守或解釋原則」，要求簽署該守則的機構法人應遵守盡職治理守則，若無法遵守則應解釋其為何無法遵守。

而為了使機構法人接受盡職治理責任的情況透明化，該守則要求機構法人應公開揭露其接受日本盡職治理守則之意願與公開守則所要求揭露之資訊，包含其如何完成盡職治理職責之公司政策，以及若未遵守部分守則原則的情況並解釋其原因。此外還要求簽署機構法人應每年檢視並更新其公開揭露資訊，並向金融廳告知其揭露上述內容的網址（URL），以便由金融廳將所有資訊加以整合並公開揭露²⁵。

基本上，日本的盡職治理守則主要是參考英國盡職治理守則而來。不過，雖然兩國都同樣採取七個原則，但其內容卻並非完全相同。例如英國版本的盡職治理守則的第五項原則（也就是機構法人共同行動原則），日本版就未採納；而日本版第七項原則（了解被投資公司），則是參酌日本企業之情形制定，在英國版並無對應之規定²⁶。日本針對機構法人所制定七個原則分別為：

- （一）應制定明確履行管理職責政策，並公開揭露²⁷。
- （二）應制定明確處理履行管理職責所產生之利益衝突政策並公開揭露之²⁸。
- （三）應監督被投資公司，得以在使公司可持續成長的方針下更妥適履行其管理職責²⁹。
- （四）應尋求與所投資公司達成共識，並藉由建設性參與事務與所投資公司一同解決

問題³⁰。

- (五) 應制定明確投票政策與揭露投票活動。投票政策不得僅是由機械式清單所組成，應設計為有助於被投資公司持續性成長³¹。
- (六) 應定期向其客戶與受益人匯報其履行盡職治理職責狀況，包含投票責任³²。
- (七) 為積極促進被投資公司可持續性成長，應對於被投資公司與其企業環境以及技術、所需資料有深度理解，以適當地參與公司治理，並對於履行管理職責做出適當決斷³³。

在日本盡職治理守則於 2014 年 2 月發布後，僅短短的三個月就有 127 家機構法人簽署該守則，截至 2016 年 12 月 27 日，更已有 214 家機構法人簽署日本盡職治理守則³⁴，比英國盡職治理守則實施後機構法人的反應更為熱烈³⁵，幾乎所有日本主要的機構法人都在簽署名單中，包含「政府年金投資基金」（年金積立金管理運用獨立行政法人，Government Pension Investment Fund, GPIF），以及數個大型跨國機構法人³⁶。惟不同於英國是採自願簽署原則，機構法人之簽署乃係出自於其自主行動，日本盡職治理守則則是安倍政府經濟改革的一環，並由金融廳主導推動，也無怪乎幾乎所有的機構法人都在短期內紛紛響應。

值得注意的是，為配合資本市場之發展，日本在 2017 年 1 月組織專家委員會，針對日本盡職治理守則的修正進行研商，於同年 3 月公開修正草案以聽取各方意見，並於 3 月底通過最終修訂版本³⁷。原則上，2017 年日本盡職治理守則之修正，並未更動上述七項原則，只是針對各項原則的配合準則 (guidance) 有所更

動，例如強調資產所有人親自參與盡職治理活動、監督資產管理人是否按照資產所有人的政策從事盡職治理活動，以及強調代理機構投入管理資源並揭露其服務提供方式等。而其中一個主要的變革，就在於為了解投票活動與管理政策的一致性，要求機構投資人應揭露其對各別公司股東會議程的投票紀錄，這也不可避免會對機構法人投票權的行使產生直接的影響。

三、香港盡職治理守則之制定與發展

隨著全球多個金融監管機構（例如英國與美國）開始重視機構法人履行盡職治理責任，香港證監會（SFC）亦借鑑各國已經或正在訂定相關盡職治理守則的經驗（特別是英國與澳洲），於 2014 年展開盡職治理守則的研議，並於 2015 年 3 月 2 日發表「負責任的擁有權原則」（Principles of Responsible ownership）的諮詢文件，希望作為機構法人履行盡職治理之準則。經過多方徵求意見之後，³⁸ 香港證監會在 2016 年 3 月正式採行「負責任的擁有權原則」³⁹。

而香港證監會採行的「負責任的擁有權原則」的目的，一方面在於希望透過引入該原則以創立一種文化，讓機構法人感覺自己有權要求獲得這些信息⁴⁰，另一方面則鼓勵機構法人參與其所投資公司的事務，以促使該等公司取得長遠成功。也因此該原則不但可對機構法人提供盡職治理的準則，以促進資本有效分配、改善所投資公司的管理外，亦可透過該守則的實施，促使機構法人廣泛的參與所投資公司的事務⁴¹。

根據該原則，機構法人的責任包括投票、監督以及參與公司的戰略、績效、風險、資本結構和治理等事務。該原則還指出，機構法人應鼓勵被投資公司訂定環境、社會和治理

(ESG) 政策，並就「可能對企業商譽、聲譽和業績具有潛在影響」的 ESG 重要事項與被投資公司保持溝通。香港證監會可以定期審查報告原則實施情況和鼓勵機構法人有效實施這些原則。

香港負責任的擁有權原則雖屬自願性質，並不具拘束力，但透過此等不具拘束力的原則和指引，卻能夠幫助機構法人決定履行其責任的最佳方式。在架構上，該原則與英國及日本的盡職治理守則相同，也包含七項基本原則以及相關的配套準則，其基本原則如下：

1、制訂並向其持份者匯報其有關履行擁有權責任的政策 (establish and report to their stakeholders their policies for discharging their ownership responsibilities) ；



2、監察並參與其所投資公司的事務 (monitor and engage with their investee companies) ；

3、制訂清晰政策，訂明何時會將其參與活動的程度升級 (establish clear policies on when to escalate their engagement activities) ；

4、制訂清晰的投票政策 (have clear policies on voting) ；

5、樂意在適當時候與其他投資者集體行動 (be willing to act collectively with other investors when appropriate) ；

6、向其持份者匯報其履行擁有權責任的情況 (report to their stakeholders on how they have discharged their ownership responsibilities) ；

7、在代理客戶作出投資的情況下，制訂管理利益衝突的政策 (when investing on behalf of clients, have policies on managing conflicts of interests) 。

四、美國有關盡職治理之規範與發展

美國自 1970 年代投資顧問公司、投資公司、銀行信託公司、退休基金興起後，大型機構法人所擁有的上市櫃公司股權也水漲船高，從 1980 年代的 24.2% 激增到 1994 年的 50%。隨著機構法人持有股權的提升，部分機構法人（尤其是各種退休基金）開始揚棄傳統的被動角色，轉而積極的參與公司治理。這是因為雖然這些基金可透過賣出持股以維持獲利，但因為大型機構法人持股部位較大，往往難以在不影響市場的情況下拋售表現不佳的持股，故為維護其股東與受益人的利益，這些機構法人轉而透過參與股東會或透過委託書投票等方式以追求公司治理⁴²。

雖然美國並無盡職治理原則的相關規定，但美國證券交易委員會 (SEC) 於 2003 年透過修改 1933 年證券法 (Securities Act of 1933) 規定及表格 (特別是 Form N-PX) 的方式，推動基金委託書投票規則的變革，例如要求基金經理人應揭露在管理基金及委託書投票時的投票政策及程序等資訊，包括：

1. 要求根據投資公司法註冊的基金管理公

司，針對如何對其持有之證券行使委託書進行揭露

2. 要求基金公司自行在網路上揭露，或因股東請求而揭露其如何行使委託書與投票權。

依照 Form N-PX，基金公司應揭露之內容，除一些基本事項之外，還特別包括下列與行使投票權有關的事項：(1) 註冊的機構法人是否投票；(2) 其決定如何投票（反對提案、棄權、不支持董事選舉）；(3) 贊成或反對公司管理階層的議案等。此外，SEC 還要求已經註冊的基金管理公司應該在每年 8 月底前，以每年至少一次的方式，定期向 SEC 報告委託書投票之紀錄。為了避免機構法人遵循成本過高的問題，SEC 賦予機構法人一定的彈性，也就是可自行決定其欲採何種揭露方式以使股東可輕易得知，且不需要增加不必要的成本。

不過與其他國家所規定的盡職治理守則相比，除了缺少其他盡職治理相關原則之外，美國制度的特殊之處，還在於 SEC 並不要求機構法人公開利益衝突的情況，這是因為 SEC 認為揭露基金的完整投票紀錄，已經足以確保在特定情況下機構法人如何投票，是否符合股東的最佳利益，若再要求公開揭露利益衝突等事項，將可能導致委託書投票揭露義務遵從成本過高的問題。

除此之外，在 2008 年金融海嘯之後，為了避免金融機構有「太大而不能倒」的疑慮，美國除採行更為嚴格的監管和透明性要求外，為了保護金融市場中的弱勢群體，以避免金融消費者受到詐欺，美國總統歐巴馬在 2010 年 6 月簽署 Dodd-Frank 華爾街金融改革及消費者保護法案 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act，下稱 Dodd-Frank

Act)，而該法亦包含部分關於公司治理的重要議題。例如要求公司需針對公司經營管理階層之薪酬應定期為建議性投票（又稱做 say-on-pay 制度），對於併購交易中黃金降落傘的支付，除了應該事前揭露外，也應該透過股東無拘束力的建議性投票的方式，給予公司適當的壓力⁴³。

另外，美國針對退休基金亦有類似之揭露義務規定，其中又以美國於 1974 年受僱人退休收入安全法 (Employee Retirement Income Security Act, ERISA) 最為重要。這是因為其係針對私人機構自願性退休及福利計畫之最低標準加以規範的聯邦法律，也因此美國勞動部要求所有提供退休計畫或福利計畫的僱主都必須提供受僱人相應於 ERISA 的要求。而在 ERISA 規範中，最重要的一般性義務，就是受託人的忠誠義務 (Fiduciary duty)⁴⁴。為此勞動部特別針對 ERISA 第 404 條 (a) 項 (1) 款 (B) 目、402 條 (c) 項及第 403 條 (a) 項之第 94-2 號解釋性公告 (Interpretive Bulletin 94-2)⁴⁵，以進一步說明受託人忠誠義務之內涵。根據該解釋，行使委託書投票權是受託人履行其資產管理責任之一環，除此之外受託人亦應以書面公開投資政策，包含委託書投票的配套措施，主要內容包含委託書投票義務、投資政策、參與公司事務等。

肆、我國對公司治理之推動現況與盡職治理守則之採行

就我國而言，對於公司治理之推動，一向為政府努力的目標。為此，政府已根據 OECD 與其他國際公司治理機構的公司治理原則制定公司治理制度與架構，亦透過公司法與證券交

易法等基本法規架構的修正，例如增訂獨立董事、審計委員會、薪酬委員會等規定，使得過去為人詬病的法規不足問題得有有效的解決，也進而落實股東權的保護。而金管會更於 2013 年底發佈「2013 強化我國公司治理藍圖」，透過臺灣證券交易所、中華民國證券櫃檯買賣中心及臺灣集中保管結算所等證券周邊單位積極推動公司治理目標的實現。

而在強化機構法人參與、公司透明等方面，政府更透過推動修改公司法與證券交易法相關條文的方式，積極推展股東會電子投票、逐案票決、董監提名制、以及外資法人分割投票 (split voting) 等制度。而由我國近年來股東會電子投票平台統計數據可以看出，多數外資機構法人因已簽署英、日等國盡職治理守則，或遵循美國證管會 Form N-PX 及受雇人退休收入安全法 (ERISA) 等法規，故除公告投票政策及投票紀錄外，也積極運用電子投票，充分發揮盡職治理的要求。

至於國內投信業者，在主管機關函令以及投信投顧公會之積極推動，運用電子投票的投票率在 2015 年就高達 71.08%，顯示投信業者對公司治理亦發揮積極的表現⁴⁶。由國內外機構法人透過電子投票平台進行被投資公司之投票並履行管理職責的方式可以看出，若利用電子投票平台自動化處理機構法人對被投資公司的投票指示，將可降低機構法人落實投票政策及公告揭露投票紀錄的成本，並提升效率，對於我國推動盡職治理守則及國際評價產生助益⁴⁷。

然而在亞洲公司治理協會 (ACGA)⁴⁸ 有關亞洲公司治理的評比中，我國公司治理之整體表現卻未能有長足的進步⁴⁹，究其原因，乃在於我國對於盡職治理議題相關規範付之闕如。

相對的，在亞洲地區，與我國相互競爭的國家，包括日本、韓國、香港，東南亞國家印度、泰國、馬來西亞等，皆先後訂定或是建立與盡職治理有關的規範或制度，並獲得亞洲公司治理協會的肯定。

而在國際間強調機構法人盡職治理的風潮之下，我國若是在公司治理方面能有所突破，除了現有制度面與法規面的持續改革之外，也勢必要考慮目前國際間有關盡職治理守則方面的發展，並適時引進，才能在外部治理（法規）與公司內部治理（內部規範）之外，增加機構法人參與的構面，以完備公司治理的最後一塊拼圖。

特別是在我國資本市場機構法人所佔比例持續攀升，散戶逐步退出市場之際，若能適時引入機構法人參與公司治理，並透過監督及參與 (engagement) 與公司治理相關議題，當可改正台灣資本市場長久以來的一些問題，不但有利於整體資本市場的發展與公司治理的落實，更有助於對股東權益的保護，實屬三贏的舉措。

也因此在金管會的指導下，由台灣證券交易所、台灣集中保管結算所、中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會及台灣金融服務業聯合總會等機構共同合作，從 2015 年開始積極推動盡職治理守則之制訂，並於 2016 年正式通過「機構投資人盡職治理守則」。

該守則旨在透過原則性之架構與說明該等原則之指引，鼓勵機構投資人運用其專業與影響力，善盡資產擁有人或管理人責任，以增進本身及資金提供者之長期價值。機構投資人透過對被投資公司之參與、對話、互動，及致力提升投資價值之過程，促使被投資公司改善公

司治理品質，進而帶動產業、經濟及社會整體之良性發展⁵⁰。

此外，該守則亦鼓勵重視盡職治理之機構法人簽署並遵循相關原則（守則第三章），至於建議簽署該守則之機構法人，包含所有投資我國公司有價證券（包含但不限於上市、上櫃、興櫃或公開發行公司）之資產擁有人或管理人，且不以本國或國外、政府或私人機構為限。截至 2017 年 8 月 31 日已有 38 家機構法人參與簽署，包含四大基金、公民營金融業者與國外業者等機構法人⁵¹。

不過，相對於其他國家的七大原則，台灣的盡責管理守則只有下列六大原則，很明顯的刪除了機構法人共同行動的規定：

- 原則一 制定並揭露盡職治理政策
- 原則二 制定並揭露利益衝突管理政策
- 原則三 持續關注被投資公司
- 原則四 適當與被投資公司對話及互動
- 原則五 建立明確投票政策與揭露投票情形
- 原則六 定期向客戶或受益人揭露履行盡職治理之情形

不過該守則並未要求簽署人應全數遵循上述所列之六項原則，而係採國際共通的原則，也就是「遵循或解釋 (comply or explain)」之模式，以保持一定的彈性與靈活度，使該守則得以適用於多數機構法人⁵²。另外，簽署人亦可視其業務內容與實際遵循該守則之情形，隨時更新其遵循聲明與遵循指引應揭露之資訊⁵³。

雖然我國採取較為寬鬆的規定，但目前簽署的機構法人仍然有限，相較於其他國家相關機構法人踴躍簽署的情況，機構法人對我國之

盡職治理守則似乎並不是非常熱心，故相關機關仍應積極推動機構法人的參與及簽署。此外，在執行後若發現有任何問題，也可視情形進行適當之修正，以透過機構法人的積極參與，達成促進股東行動主義、強化公司治理的目標。

伍、結論

盡職治理守則 (stewardship code) 於英國 2010 年發布之後，至今已近七年，在此期間，盡職治理原則不但受到 OECD/G20 的肯定，更受到許多國家的採行，並先後完成該國版本的盡職治理守則的發布，縱使有些國家並未採行盡職治理的名稱（例如美國），但也都出現類似機構法人盡職治理職責的相關規定，等於是雖無盡職治理守則之名，卻具有盡職治理守則之實。

而就各國盡職治理相關規定觀察，雖然各國所採的名稱與內容不盡相同，但是卻都具有下列共通內容，包括：(1) 採原則基礎 (principle-based) 架構與「遵循或解釋」(comply or explain) 的監理方式，以保留彈性，避免過度形式化的遵循；(2) 要求機構法人制訂盡職治理政策、利益衝突管理政策與股東會投票政策，作為機構法法人履行盡職治理職責的依據；(3) 強調參與 (engagement)、溝通與互動，使機構法人能與被投資公司在長期價值的創造上達成一定共識；(4) 應向客戶或受益人揭露盡職治理情形。

我國在 2016 年正式採行之「機構投資人盡職治理守則」雖然僅有六個原則，但是卻仍然包括上述的四種國際共通內容，且實施以來已經有包括四大基金在內的國內外 38 家機構法

人共同參與，凸顯盡職治理的努力已經有初步的成效，但是仍須繼續努力。

不過在台股站上萬點屢破紀錄的當下，不但顯示機構法人對資本市場的影響力，更凸顯導入盡職治理守則在法人主導盤勢中的重要性。配合新任金管會主委對公司治理的重視，

相關單位應進一步推動盡職治理守則，將盡職治理這個還不在新主委雷達幕上的公司治理工具擦亮，以完善並落實台灣公司治理架構，達成新主委要讓金融業成為公司治理典範的目標。

註釋：

* 本文作者為政治大學法律系教授，美國康乃爾大學法律博士（JD）。

1. Stewardship Code，又稱盡責管理守則，香港稱為「負責任的擁有權原則」，是由台灣證券交易所、集保公司等證券周邊機構在主管機關的指導下訂定，有關該守則之簡介，請參見台灣證券交易所公司治理中心，盡職治理守則簡介，<http://cgc.twse.com.tw/front/stewardship>（最後瀏覽日 2017 年 8 月 9 日）。
2. 所謂機構法人（institutional investors），包含範圍廣泛，日本版本盡職治理守則將其區分為資產管理人與資產所有人，原則上包含退休基金、保險公司、共同基金及類似的投資機構等組織。OECD/G20 則將「機構投資人、證券市場及其他中介機構」納入其修正後的公司治理原則中的原則 III。
3. EUMEDION, Best Practices for Engaged Share-Ownership, http://www.eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/best-practices/best_practices-engaged-share-ownership.pdf. (last visited August 6, 2017).
4. Guidelines for Institutional Investors Governing the Exercising of Participation Rights in Public Limited Companies: http://www.ethosfund.ch/upload/publication/p432e_130121_Guidelines_for_institutional_investors.pdf (last visited August 6, 2017).
5. 請參見 Assogestioni, Adoption of Italian Stewardship Principles for the Exercise of Administrative and Voting Rights in Listed Companies, <https://www.icgn.org/sites/default/files/Italian%20code.pdf>; 有關於義大利機構法人採行該盡職治理原則的情況，請參見 Eurozon Capital 的 Stewardship Code 網站，<https://www.eurizoncapital.com/scriptWeb40/eurizonweb/eurizon/en/about-us/italian-stewardship-principles.jsp> (last visited August 1, 2017).
6. HERMES, Hermes among the first to sign up to Japan's Stewardship Code, April 14, 2014.
7. 責任投資原則 (PRI) 乃係由聯合國所主導，目的在於為企業提供環境、社會及公司治理 (ESG) 的議題，並以此制定為原則，整合至企業投資的決策和實務。制定責任投資原則之統籌協調關係由聯合國全球盟約 (UN Global Compact) 及聯合國環境規劃署的金融業與永續發展專案 (United Nations Environment Programme's Finance Initiative, 簡稱 UNEPFI) 所負責。
8. Malaysian Code for Institutional Investors :http://www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/html/cg/mcii_140627.pdf. (last visited August 6, 2017).

9. 香港證監會於 2016 年 3 月通過引入「負責任的擁有權原則」，原則上遵循英國版本，但是取消「不遵守便解釋」的規定，除將該等原則排除在個人及散戶投資者之外，並以自願方式實施。請參見香港明報，《負責任的擁有權原則》變自願性質，https://news.mingpao.com/pns/dailynews/web_tc/article/20160308/s00004/1457373578146 (last visited September 11, 2017)；財團法人公司治理協會，香港投資人積極遵循責任所有權的原則，http://www.cga.org.tw/f_2_01_news.aspx?news_aid=1692（最後瀏覽日期 2017 年 9 月 11 日）。
10. 香港證券及期貨事務監察委員會，「負責任的擁有權原則」內容，<http://www.sfc.hk/web/TC/rules-and-standards/principles-of-responsible-ownership.html>（最後瀏覽日期 2017 年 8 月 6 日）。
11. Form N-PX 全稱為 Annual Report of Proxy Voting Record of Registered Management Investment Company。根據 1940 年投資公司法（Investment Company Act of 1940）第 30 條以及規則 § 30bl-4(17CRF 270.30bl-4) 的要求，註冊之投資公司應於每年八月三十一日前申報，其申報內容則為截至每年六月三十日之過去十二個月的委託書投票記錄。
12. OECD 公司治理原則 (G20/OECD Principles of Corporate Governance) IIIA 規定，” Institutional investors acting in a fiduciary capacity should disclose their corporate governance and voting policies with respect to their investments, including the procedures that they have in place for deciding on the use of their voting rights.”。而在其說明中即明確的鼓勵機構法人揭露其公司治理政策，並指出，股東會的投票只是股東參與的一部份，與董事會以及經營階層的直接接觸與對話也是一種經常運用的股東參與方式。該原則也指出，近年來部分國家採用由機構法人自願參與的盡職治理守則，也是一種方式（The Principles recommend that institutional investors disclose their policies with respect to corporate governance. Voting at shareholder meetings is, however, only one channel for shareholder engagement. Direct contact and dialogue with the board and management, represent other forms of shareholder engagement that are frequently used. In recent years, some countries have begun to consider adoption of codes on shareholder engagement (“stewardship codes”) that institutional investors are invited to sign up to on a voluntary basis.) 請參見 <http://www.oecd.org/corporate/principles-corporate-governance.htm> (last visited August 6, 2017).
13. 有關負責任的擁有權原則的諮詢文件，請參見香港證券及期貨事務監察委員會，頁 9，2015 年 3 月 12 日。
14. 2009 年 2 月，英國首相 Gordon Brown 委託 David Walker 爵士，對英國金融產業的公司治理進行評論及建議，以確定次貸風暴在公司治理層面上對英國的影響。2009 年 7 月 16 日財政部發布「沃克評論報告」(Walker Review) 諮詢文件，在廣納各方意見後，並於同年 11 月 26 日發布該項研究的最終報告。黃淑君，英國金融市場改革計劃，全球金融危機特輯，中央銀行，頁 169，2010 年 3 月；《沃克檢討報告》(2009 年)：《就英國銀行與其他金融界實體的企業管治的檢討 A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities: http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hmtreasury.gov.uk/d/walker_review_261109.pdf (last visited August 29, 2017).
15. 英國公司治理守則係根據 1992 Cadbury 委員會 (Cadbury Committee) 的建議而訂定，其最新的版本係 2016 年修訂，並適用於會計年度在 2016 年 6 月以後的所有上市櫃公司。最新的版本，請參見 FRC, UK Corporate Governance Code, April 2016, <https://www.frc.org.uk/getattachment/ca7e94c4-b9a9-49e2-a824-ad76a322873c/UK-Corporate-Governance-Code-April-2016.pdf> (last visited August 10, 2017).
16. 廣義而言，資產擁有人包括退休基金、保險公司、投資信託和其他集體投資工具，而資產管理人則為代表機構法人管理資產的公司，在此機構法人係指擁有英國上市公司股權之投資人與管理人。
17. 請參見 FRC, Consultations and Revisions to the UK Stewardship Code, <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code/Consultations-and-Revisions-to-the-UK-Stewardship.aspx> (last visited August 6, 2017). FRC 表示，The UK Stewardship Code is normally subject to a biennial review, but the Code has not been changed in 2014. The focus is instead on implementation and ensuring that signatories follow through on their commitment to the Code.
18. 英國：英國財務報告委員會修訂更嚴格之治理守則與監管守則，國際公司治理發展簡訊，第 55 期，2012 年 11 月 15 日。

19. Developments in Corporate Governance and Stewardship 2014, <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Developments-in-Corporate-Governance-and-Stewardsh.pdf> (last visited August 6, 2017).
20. FRC 於其網站中特別增闢 UK Stewardship Code Statement 的網頁，列出所有已經採行盡職治理守則的機構法人。請參見 The Signatorie of UK Stewardship Code Statements: <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code/UK-Stewardship-Code-statements.aspx>. (last visited August 6, 2017).
21. UK Asset Managers Fail To “Walk the Talk” on Stewardship: <http://shareaction.org/uk-asset-managers-fail-walk-talk-stewardship>. (last visited August 6, 2017).
22. FRC, Developments in Corporate Governance and Stewardship 2016, January 2017, <https://www.frc.org.uk/getattachment/ca1d9909-7e32-4894-b2a7-b971b4406130/Developments-in-Corporate-Governance-and-Stewardship-2016.pdf> (last visited August 15, 2017)。而在該報告中，FRC 指出，已經有 90% 的富時 350 指數公司符合英國公司治理守則中所條列的 54 項要求的部份或全部規定，而全面遵守的比例更從 57% 上升到 67%。
23. Japanese Financial Services Agency, Minutes of the 2nd Council of Experts Concerning the Japanese Version of the Stewardship Code, http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/material/20130918_3.pdf (last visited August 10, 2017).
24. 有關日本「盡責機構法人原則」的資料，請參見日本金融廳（Financial Services Agency, FSA）的 The Council of Experts on the Stewardship Code 網頁，<http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/> (last visited August 10, 2017).
25. 所有簽署該守則的機構法人的連結，請參見日本金融廳 List of institutional investors who have signed to the “Principles for Responsible Institutional Investors” «Japan’s Stewardship Code» - To promote sustainable growth of companies through investment and dialogue - (As of December 27, 2016) , <http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20160315/01.pdf> (last visited August 11, 2017).
26. Sadakazu Osaki, Keys to Success of Japanese Stewardship Code, NRI Iaktara vol.199, July 4, 2014. p3-4, <https://www.nri.com/~media/PDF/global/opinion/lakyara/2014/lkr2014199.pdf> (last visited August 11, 2017).
27. Institutional investors should have a clear policy on how they fulfill their stewardship responsibility, and publicly disclose it.
28. Institutional investors should have a clear policy on how they manage conflicts of interest in fulfilling their stewardship responsibilities and publicly disclose it.
29. Institutional investors should monitor investee companies so that they can appropriately fulfill their stewardship responsibilities with an orientation towards the sustainable growth of the companies.
30. Institutional investors should seek to arrive at an understanding in common with investee companies and work to solve problems through constructive engagement with investee companies.
31. Institutional investors should have a clear policy on voting and disclosure of voting activity. The policy on voting should not be comprised only of a mechanical checklist; it should be designed to contribute to the sustainable growth of investee companies.
32. Institutional investors in principle should report periodically on how they fulfill their stewardship responsibilities, including their voting responsibilities, to their clients and beneficiaries.
33. To contribute positively to the sustainable growth of investee companies, institutional investors should have in-depth knowledge of the investee companies and their business environment and skills and recourses needed to appropriately engage with the companies and make proper judgments in fulfilling their stewardship activities.
34. Japanese Financial Services Agency, Stewardship Code : 214 institutional investors have signed up to the Principles for Responsible Institutional Investors as of December 27, 2016, <http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/>

- stewardship/20160315.html (last visited August 11, 2017).
35. Sadakazu Osaki, 同註 26, 頁 1。其中包括 6 家信託銀行、14 家人壽保險公司、5 家產物保險公司、12 家退休基金、4 家股東會投票諮詢機構 (proxy voting advisory firms)、以及 86 家投資基金。
 36. Junzaburo Kiuchi, Takeshi Nakao, Edward Cole and Peter Lawley, Japan: landmark corporate governance reforms, LEXOLOGY, <http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=a49c0799-e4b2-4884-ab07-a7dafa6a181e> (last visited: 2017/8/7) .
 37. The Council of Experts on the Stewardship Code, Principles for Responsible Institutional Investors Japan's Stewardship Code – To promote sustainable growth of companies through investment and dialogue –, May 29, 2017, <http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20170529/02.pdf> (last visited August 7, 2017).
 38. 香港證監會 (SFC) 2015 年 3 月發佈《負責任的擁有權原則》諮詢文件後，業界出現一些擔憂與反彈的聲音。請參見東方日報，基金增監察 企業憂濫用，2015 年 5 月 26 日，http://orientaldaily.on.cc/cnt/finance/20150526/00202_012.html (最後瀏覽日期：2017 年 8 月 7 日)；廖毅然，基金新規爭議不斷 證監促加強監察 上市商會反對，明報，2015 年 5 月 26 日，http://www.mpfinance.com/htm/finance/20150526/news/ec_eca1.htm。(最後瀏覽日期：2017 年 8 月 7 日)。相對於投資業界與上市公司多持保留立場，學者則採取支持、樂觀的態度，認為《負責任的擁有權原則》有助於增加營運透明度、強化投資信心、並且穩定市場，請參見周尚頤，負責任擁有權原則有助於港股發展，信報，2015 年 6 月 2 日。此外，香港專業及資深行政人員協會則建議制訂時應與自由市場原則取得平衡，香港專業及資深行政人員協會，「《負責任的擁有權原則》諮詢文件」之意見書，2015 年 6 月，<http://www.hkpsaea.org/News.asp?menuid=10678&SupMenuID=6910> (最後瀏覽日期：2017 年 8 月 7 日)。
 39. 證監會發表有關《負責任的擁有權原則》的諮詢總結，證券及期貨事務監察委員會，2016 年 3 月 7 日，<https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=16PR23> (最後瀏覽日：2017 年 8 月 7 日)。
 40. 港交所，亞洲六大市場之投資者責任和義務：中國香港市場分析，2017 年 1 月 13 日，<http://tw.jiapujidi.com/content-2046870.html> (最後瀏覽日：2017 年 8 月 7 日)。
 41. 請參見香港證監會，負責任的擁有權原則，<http://www.sfc.hk/web/TC/rules-and-standards/principles-of-responsible-ownership.html> (最後瀏覽日期：2017 年 8 月 7 日)。
 42. Stuart L. Gillan, Laura T. Starks, Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors, *Journal of Financial Economics*, Vol 57, p.275~305 (2000).
 43. Dodd-Frank Act 於一九三四年證券交易法增定第 14A 條，要求所有公開發行公司每三年至少舉行一次 Say-on-pay 投票，使股東能定期檢視公司經營報酬政策之妥適性。
 44. ERISA Statutory Overview and Fiduciary Duties: http://www.clausen.com/index.cfm/fa/firm_pub_article/article/57b5ebdc-113c-4f56-b753-16d63768f438/ERISA_Statutory_Overview_and_Fiduciary_Duties.cfm (last visited July 6, 2017) .
 45. DOL Interpretive Bulletin 94-2 Voting Proxies and investment and policy: https://www.fdic.gov/regulations/examinations/trustmanual/appendix_e/e_interpretive.html (last visited July 6, 2017) .
 46. 若截至 2017 年 6 月 30 日止，採用電子投票的上市 (櫃)、興櫃公司共有 1,217 家 (約占所有上市櫃興櫃公司的 3/4，也占整體市值的 90%)，計有超過 223 萬人次股東利用電子投票行使表決權，總股數達 2,800 億餘股。請參見集保結算所，股東會電子投票抽獎活動圓滿完成，「股東 e 票通」再創新高紀錄，2017 年 7 月 20 日，<https://www.tdcc.com.tw/portal/zh/announce/showActivity?lang=zh&articleId=402897965d448a45015e320ae6050069> (最後瀏覽日：2017 年 8 月 15 日)。
 47. 從 2018 年起，所有上市櫃公司必須提供電子投票作為股東行使表決權的管道，以落實股東行動主義。請參見聯合報，明年起上市櫃公司 強制採電子投票，2017 年 1 月 3 日，<https://udn.com/news/story/6/2207590> (最後瀏覽日：2017 年 8 月 15 日)。

48. 亞洲公司治理協會（Asian Corporate Governance Association，ACGA）係由美國加州公務人員退休協會、亞洲開發銀行及 Lombard 基金公司透過共同成立的基金管理公司 Lombard/APIC，於 1999 年底在香港成立之獨立非營利會員組織，其設立之宗旨係透過研究、倡議與教育等方式，促進亞洲地區公司治理之健全、長遠發展。為維持其獨立性，各國政府機關、證券交易所及任何由主管機關經費贊助之機構均不得加入會員。
49. 自 2003 年起由亞洲公司治理協會與里昂證券共同研究，針對亞洲地區 11 個市場之公司治理制度與執行進行評估。另由里昂證券對亞洲地區超過 500 家上市公司進行抽樣評分。我國於最近一次之 CG Watch 2014 中，在全部亞洲國家中排名第 6。請參見胡則華，出席亞洲公司治理協會（ACGA）舉辦之「亞洲企業公司治理對談」報告，2014 年 11 月。我國公司治理排名原本居亞洲第 4 名，但是在 2012 年中石化股東會爭議後，就從第 4 名掉到第 6 名，就一直沒有回來過，還輸給泰國與馬來西亞。
50. 請參見機構投資人盡職治理守則第二章之目的。http://www.twse.com.tw/docs1/data01/set/public_html/1050630-10522007851-1.docx（最後瀏覽日期：2017 年 9 月 1 日。）
51. 請參見證交所公司治理中心盡職治理守則簽署名單，<http://cgc.twse.com.tw/stewardshipList/listCh>（最後瀏覽日期：2017 年 9 月 1 日。）
52. 請參見證交所公司治理中心，台灣機構投資人盡職治理守則問答集，問題 2，<http://cgc.twse.com.tw/stewardshipRef/listCh>（最後瀏覽日期：2017 年 9 月 15 日。）
53. 同前註。部分業者如國泰人壽、富邦人壽、新光人壽、群益證券、第一金證券、統一證券、復華證券、野村證券、施羅、摩根等還進一步提供各項原則遵循情形之報告。

8/2

匯豐銀行新加坡代表來訪，就本公司之市場機能、年度業務規劃及未來發展等相關議題進行交流。

8/9

邀集票券商及發行人舉辦 1 場次「推廣 CP2 登記形式發行服務案說明會」，共計 60 人參加。

8/19

本公司榮獲第七屆證券暨期貨相關機構籃球聯誼賽冠軍。

8/22

為響應主管機關推動金融業投入社會公益，本公司長期贊助花蓮溪口國小、北昌國小及中華國小弱勢學童輔導學習計畫，暨吉安國小射箭隊、宜昌國中羽球隊訓練計畫，花蓮縣政府爰頒贈本公司「興學有功」感謝獎座。

8/25-26

為積極推廣偏鄉體育活動，由本公司主辦之「2017 第 3 屆臺灣少年足球聯誼賽」，假屏東縣立東港高中舉辦，並邀請屏東縣吳麗雪副縣長等貴賓參加。本公司同仁更主動親赴屏東，為長期支持贊助的東港高中國中部球員加油打氣，該校亦不負眾望，奪得冠軍。

8/26

本公司派員赴美國參加台灣威睿資訊有限公司 (VMware) 舉辦之「VMware VMworld 2017 技術論壇」。

8/28

本公司贊助之新竹市富禮國中射箭隊，由宋隆文校長率教練與選手參訪股票博物館，本公司由孟總經理接待並進行意見交流。富禮國中畢業的譚雅婷及林詩嘉兩位國手亦隨同來訪，這兩位女將曾代表我國參加 2016 里約奧運，拿到女子團體賽銅牌；譚雅婷更於 2017 台北世大運射箭項目奪得反曲弓女子個人賽銀牌及團體賽銀牌。

8/29

期交所舉辦 106 年度「金融有愛－食(實)物銀行」聯合捐贈儀式，邀請金管會黃天牧副主委及證期局張振山副局長等貴賓見證，本公司由孟總經理代表出席參與捐贈儀式。

9/3

本公司派員赴英國劍橋參加第 35 屆劍橋經濟犯罪國際研討會。

9/12

本公司派員赴印度孟買參加亞洲基金標準化論壇 (Asia Fund Standardization Forum ; AFSF)。

9/17

為響應金管會推動金融業投入社會公益，在金管會指導下，由本公司主辦之「106 學年度大專生金融就業公益專班」，於北、中、南、東等地 8 所大學校院同步開課，金管會鄭貞茂副主委及黃天牧副主委分別親赴致理科大及台北大學勉勵參與專班之受訓學員。

9/18

為推動我國短期票券初級市場無實體化，及協助企業簡化商業本票 (CP) 簽發作業及降低風險、提昇商業本票發行效率與安全性，在金管會顧立雄主委見證下，本公司與票券公會共同舉辦「商業本票無實體化發行」上線典禮，邀請主管機關、發行公司、票券商及銀行等貴賓與會，共計逾 150 人參加。

9/18

本公司林董事長出席經濟日報主辦之「第八屆權民搶百萬」啟動記者會。

9/25

本公司與蒙古證券集中保管公司 (MCSD) 簽訂合作備忘錄，提昇雙方國際化業務之發展，開展未來合作機制。簽約儀式由林董事長及 MCSD 之 CEO Mr.Shagdar Lkhagva 進行簽署。

PHOTO HIGHLIGHT



9.18

為推動我國短期票券初級市場無實體化，及協助企業簡化商業本票 (CP) 簽發作業及降低風險、提昇商業本票發行效率與安全性，在金管會顧立雄主委見證下，本公司與票券公會共同舉辦「商業本票無實體化發行」上線典禮，邀請主管機關、發行公司、票券商及銀行等貴賓與會，共計逾 150 人參加。



9.17

為響應金管會推動金融業投入社會公益，在金管會指導下，由本公司主辦之「106 學年度大專生金融就業公益專班」，於北、中、南、東等地 8 所大學校院同步開課，金管會鄭貞茂副主委親赴致理科大勉勵參與專班之受訓學員。

PHOTO HIGHLIGHT



8.29

期交所舉辦 106 年度「金融有愛—食(實)物銀行」聯合捐贈儀式，邀請金管會黃天牧副主委見證，本公司由孟總經理代表出席參與捐贈儀式。



9.25

本公司與蒙古證券集中保管公司 (MCSD) 簽訂合作備忘錄，提昇雙方國際化業務之發展，開展未來合作機制。簽約儀式由林董事長及 MCSD 之 CEO Mr.Shagdar Lkhagva 進行簽署。



8.25-26

為積極推廣偏鄉體育活動，由本公司主辦之「2017 第 3 屆臺灣少年足球聯誼賽」，假屏東縣立東港高中舉辦，並邀請屏東縣吳麗雪副縣長等貴賓參加。本公司同仁更主動親赴屏東，為長期支持贊助的東港高中國中部球員加油打氣，該校亦不負眾望，奪得冠軍。

全國大專院校
基金投資模擬競賽

2017
最大規模
金融賽事

創造勝利 fund程式

證明自己的決戰時刻就趁現在!

立即報名
GO

基金投資虛擬戰場
千萬資金任你操盤

WHO'S THE KING 你來決定!

報名期間

106年

10月1日

106年

10月31日

您將有機會獲得



高額獎項

1. 最高獎金 新台幣25萬元
2. iPhone X



知名資產管理公司

1. 專業導師親身指導
2. 公司參訪/實習
3. 資產配置虛擬實戰操作



想要了解更多內容
拿起手機立馬掃我

創造勝利fund程式



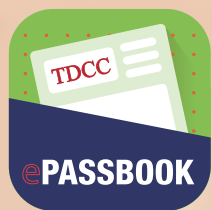
中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會
SECURITIES INVESTMENT TRUST & CONSULTING ASSOCIATION OF THE R.O.C.



臺灣集中保管結算所



財團法人中華民國
證券暨期貨市場發展基金會
SECURITIES & FUTURES INSTITUTE



集保 @ 存摺

一機在手 · 掌握全局
完美整合 · 輕鬆申請

線上查詢 · 簡單便利

查看股票、權證、ETF、可轉債券
櫃買黃金等餘額、交易紀錄
通通一覽無遺

行動整合 · 操作便利

整合不同證券帳戶存摺，行動管理真便利
臨櫃提示存摺，一指搞定很easy



e手掌握 · 即時便利

依資產部位推播股東會、除權息
等股務及重要市場等資訊，並連結
股東e票通電子投票功能
股東會投票真輕鬆

投資人於106年12月31日前
安裝存摺成功者~即可參加抽獎

手機安裝集保e存摺APP，請立即掃描下方
QR Code，並洽往來證券商申辦相關服務

iOS



Android



安裝獎

每日抽**30**名，獲得**100**元便利
商店電子禮券。

驚喜獎

每第**1**萬名，及超過**10**萬名後，
每第**10**萬名安裝者，另可獲得
2,000元量販店電子禮券。

詳細抽獎辦法請上集保e存摺推廣網頁：

<http://epassbook.tdcc.com.tw>

配合新修正「**洗錢防制法**」之施行，

自106年6月28日起，每名旅客出入境

攜帶新臺幣限額10萬元；

超過部分如未依規定申報，

將由海關**沒入**。



案例

旅客出入境 攜帶50萬元新臺幣現鈔

情況一 如實申報50萬元者 ▶ 40萬元禁止攜帶出入境

情況二 未申報者 ▶ 40萬元沒入

情況三 申報不實者
如僅申報35萬元 ▶ (一)15萬元沒入
▶ (二)25萬元禁止攜帶出入境

限額10萬元
可攜帶出入境

特別提醒：新臺幣禁止寄送出入境，違反者適用沒入規定。



中央銀行 廣告 106年3月

中央銀行APP



iOS版



Android版



TAIWAN DEPOSITORY &
CLEARING CORPORATION

臺灣集中保管結算所



台北市復興北路363號11樓 02-2719-5805 www.tdcc.com.tw