

出國報告（出國類別：出席國際會議）

出席亞洲公司治理協會（ACGA）
第 22 屆年會

服務機關：勞動部勞動基金運用局

姓名職稱：吳科長英傑、周視察苡霏

派赴國家：印度

出國期間：112 年 10 月 31 日至 11 月 3 日

報告日期：113 年 1 月 2 日

摘要

本次會議為亞洲公司治理協會（Asian Corporate Governance Association，以下簡稱 ACGA）第 22 屆年會，共有來自 12 個亞洲國家代表，約 126 人出席。會議主題為「治理的未來-亞洲的十字路口」，透過主題演講、座談和辯論等會議形式，探討在不同文化政治背景下，亞洲地區面臨的共同及獨特挑戰，以及在個別領域應如何應對挑戰並持續提升公司治理水準。

作為機構投資人及大型政府退休基金，勞動基金投資運用對金融市場及被投資公司影響重大。在追求基金長期穩健績效之外，為發揮正面社會影響力，導引企業加強對社會責任及永續經營重視，勞動基金運用局持續積極密切追蹤國際永續發展及公司治理趨勢進展；透過來自不同國家地區的專家學者及主管機關分享交流，參與本次會議有助於深化對亞太地區公司治理現狀、挑戰與未來趨勢理解，獲得最新公司治理趨勢發展洞見，從中學習盡職治理相關作為，持續精進改善，擴大發揮投資影響力，貫徹永續投資理念。

本次會議匯集來自亞洲不同國家和背景專家學者，深入探討公司治理領域所面臨的挑戰和機遇，討論議題涵蓋亞洲公司治理多面向領域，並深入討論議題包含「區域概覽-亞洲的抉擇」、「辯論-全球股市競爭對公司治理是否有益？」、「司法治理-發現詐欺和錯誤訊息」、「變革時刻-亞洲董事會更替」、「中小型企業英雄們」、「國營事業治理」、「家族公司治理」、「地緣政治與資本市場」、「阿達尼事件之後-經驗學習及印度公司治理改革」等。

對機構投資者而言，本次會議為如何應對亞洲地區的獨特市場環境和挑戰提供寶貴意見，經彙整分析，可具體建議採行策略例如加強公司基本面研究、加強關注 ESG 實踐、強化區域市場差異分析研究、促進董事會多元化及獨立性、積極參與股東會與投票，以及促進對中型企業關注等。透過深入了解被投資公司治理結構和市場環境，有助於作出更明智投資決策，而通過這些加強公司治理策略和行動，機構投資者能為投資組合創造價值，促進良好公司治理，並透過資本市場力量，推動永續發展，提升市場整體公司治理水準。

目 次

第一章 前言	3
一、亞洲公司治理協會簡介	3
二、本次會議簡介及與會目的	6
第二章 會議重點	7
主題 1：區域概覽- 亞洲的抉擇	7
主題 2：辯論- 全球股市競爭對公司治理是否有益？	11
主題 3：司法治理- 發現詐欺和錯誤訊息	13
主題 4：變革時刻- 亞洲董事會更替	16
主題 5：中小型企業英雄們	18
主題 6：國營事業治理	21
主題 7：家族公司治理	23
主題 8：地緣政治與資本市場	25
主題 9：阿達尼事件之後- 經驗學習及印度公司治理改革	27
第三章 心得與建議	30

第一章 前言

壹、亞洲公司治理協會簡介

一、 協會使命、會員及業務

亞洲公司治理協會（Asian Corporate Governance Association，以下簡稱 ACGA）於 1999 年成立，總部設於香港，是專注於亞太地區公司治理和環境、社會及公司治理（以下簡稱 ESG）研究的國際非營利組織，資金來源來自協會會員支持。ACGA 使命是提升亞太地區公司治理水準，促進企業有效運營、提高透明度、保護投資者權益及推動穩健資本市場發展。

ACGA 會員遍布全球，地理分佈涵蓋亞太、歐洲及北美等，研究範圍為亞太地區 12 個市場。截至 2023 年 8 月，ACGA 共有 109 家會員，成員組成包括企業、機構投資者、學術機構等，其中投資者所占比例高達 77%，ACGA 會員管理全球資產總額超過 40 萬億美元，在全球資本市場中具有顯著影響力。

ACGA 業務內容涵蓋對公司治理實踐深入研究、提供專業培訓與教育、與主管機關共同推動政策制定和改革，以及舉辦相關會議和研討會等。ACGA 與亞洲各國金融監管機構和政府部門保持緊密合作關係，積極參與政策制定和改革過程，推動公司治政法規的制定和執行，例如透過與各國主管機關對話和協商，在進行政策研究和分析後，為主管機關提供關於當地公司治理議題建議，協助確保政策符合國際標準。

ACGA 透過提供培訓和教育計劃，提升亞太地區各市場投資人對公司治理標準認識，並長年持續追蹤評估亞洲市場公司治理標準和執行情況，促成公司治理水準持續改善，例如增強市場透明度、保護投資者權益、促進金融市場穩健發展等。ACGA 為亞洲公司治理水準和實現永續發展目標提供關鍵性支持及教育資源，對提升投資者、企業、監管機構以及亞洲經濟發展整體素質具有重要意義。

二、 重要研究成果

（一） 公司治理評鑑報告（CG Watch 2023）

此報告為 ACGA 與里昂證券(CLSA)共同定期研究發表的原創區域性調查，持續性追蹤並對亞太地區 12 個市場公司治理制度水準進行評比；里昂證券負責抽樣調查超過 1,000 家亞洲上市公司，並由 ACGA 進行市場分析；報告以每 2 年更新為原則，提供非會員免費下載，最新一期報告於 2023 年 12 月發布於 ACGA 網站 (<https://www.acga-asia.org/cgwatch.php>)，為第 11 版 CG Watch 報告，報告內容及有關台灣評論之重點摘要如下：

1. CG Watch 2023 概論

報告主題為亞太地區公司治理和 ESG 關鍵趨勢變化和所面臨挑戰，本次報告指出近期亞洲市場整體在公司治理水準略有改善，反映亞洲對加強公司治理共識普遍提升，但仍有眾多挑戰和改進空間，報告中詳細論述各市場面臨的個別挑戰及進展。

CG Watch 2023	2023 Total (%)	2020 Total (%)	Change vs 2020 (ppt*)
1. Australia	75.2	74.7	+ 0.5
2. Japan (previously =5 th)	64.6	59.3	+5.3
=3. Singapore (previously =2 nd)	62.9	63.2	-0.3
=3. Taiwan (previously 4 th)	62.8	62.2	+0.6
5. Malaysia	61.5	59.5	+2.0
=6. Hong Kong (previously =2 nd)	59.3	63.5	-4.2
=6. India (previously 7 th)	59.4	58.2	+1.2
8. Korea (previously 9 th)	57.1	52.9	+4.2
9. Thailand (previously 8 th)	53.9	56.6	-2.7
10. China	43.7	43.0	+0.7
11. Philippines	37.6	39.0	-1.4
12. Indonesia	35.7	33.6	+2.1

Source: ACGA

區域表現方面，本次亞太地區市場評比仍由澳洲居冠，其中日本表現特別亮眼，排名由前次第 5 名大幅提升至第 2 名，日本公司治理水準提升主要受惠於日本政府強力改革計劃和東京證券交易所積極行動，顯示主管機關對推動公司治理改革的關鍵重要作用，尤其是在為企業提供明確指導和支持方面。

報告指出不同行業在公司治理方面表現有所差異，其中交通和基礎設施部門公司治理得分最高，可能表示這些承擔較大公眾責任行業在對公司治理透明度和責任承擔更高要求標準。若依評分類別來看，整體亞洲市場在以下公司治理類別評分上升：監管執法、公司治理規則、投資者、審計師與審計監管機構、公民社會與媒體；但在公共治理、監管能力、上市公司類別平均得分保持穩定或下滑。

2. CG Watch 2023 概論 - 台灣

在最新一期 CG Watch 2023 報告中，台灣公司治理評價獲得提升，整體排名從前次排名第 4 名小幅提升至本次與新加坡並列第 3 名，尤其在公共治理類別表現卓越，排名第一，反映出台灣在推行公司治理規範和標準方面的積極努力和成功。

台灣主管機關在過去 10 年裡制定一系列公司治理指南和指引，包括對永續報告書資訊揭露規範等，這些措施對提升台灣上市公司治理水準發揮顯著作用；報告中肯定台灣政府在對政策制定和監管執法工作上的支持，這樣力度的支持在其他亞洲市場較為少見，這也顯示出台灣政府積極扮演推動公司治理改革的角色。

在具體的公司治理實踐方面，台灣使用董事提名委員會比例遠低於其他亞洲市場，這可能反映台灣獨特公司治理結構和文化，然而這也可能意味台灣公司董事獨立性相對偏低。另一方面，不同於多數亞洲國家的國營事業治理水準較低，台灣對上市國營事業的公司治理標準有更高預期標準，亞洲僅有新加坡和台灣對國營事業治理水準有高於私人企業之要求。

台灣在媒體報導品質方面的得分保持不變，排名第 5，反映出台灣媒體對公司治理和 ESG 議持續關注。此外，台灣在監管執法方面的得分也保持穩定，顯示出相對於其他亞洲市場，台灣的監管機構具有相對獨立執法能力，這種政治層面的支持在多數亞洲市場並不常見，但對於提升公司治理和執法效率極為重要。

總體而言，台灣近年在提升國營事業治理標準、制定公司治理路線圖及永續發展指南方面取得顯著進步，而且台灣監管機構在執法方面表現穩健，並得到政府積極支持，從而在提升公司治理水準方面取得進展。

(二) 腳踏實地：亞太地區氣候治理案例研究

(Down to earth : Climate governance case studies in Asia Pacific)

該報告為不定期發布的主題型研究報告，由 ACGA 與 CLSA 共同編撰，主要探討亞太地區大型公司如何透過公司治理策略應對氣候變化；報告編製由 ACGA 負責審查公司治理和策略，CLSA 負責研究風險管理、衡量及目標。該報告採用氣候相關財務揭露框架(TCFD) 框架，評估來自印度、台灣、新加坡、日本、香港、中國、韓國、泰國及澳洲等市場共 9 家不同行業公司，評估內容涵蓋治理、策略、風險管理、衡量和目標等主要領域，特別是針對氣候議題及風險管理對策。

報告發現，許多公司董事會成員缺乏氣候專業知識及有關氣候議題的董事會培訓。在治理和策略方面，各公司表現不一，但普遍趨向採取支持採行永續發展方向。儘管效率有別，風險管理和設定衡量指標與目標是多數公司正取得進展的關鍵領域，公司面臨挑戰包括監管不確定性、極端氣候等實體氣候風險，以及與市場偏好和政策變化相關的氣候轉型風險。

報告強調公司面臨氣候議題帶來的挑戰和機遇，挑戰包括監管環境、利益相關者要求，以及實施有效氣候策略所需技術和財務資源；但另一方面，利用技術和創新實踐應對氣候風險可能為公司帶來成長機會。總體而言，報告強調持續推進氣候治理重要性，雖然各家公司進展步調不一，但亞太地區普遍呈現出穩健推進氣候治理和策略趨勢。

貳、本次會議簡介及與會目的

本次會議為 ACGA 第 22 屆年會，於 11 月 1、2 日在印度孟買舉行，共有來自 12 個亞洲國家代表，約 126 人出席。會議主題為「治理的未來-亞洲的十字路口」，透過主題演講、座談和辯論等各種會議形式，探討在不同文化政治背景下，亞洲地區面臨的共同及獨特挑戰，以及在個別領域應如何應對挑戰，並持續提升公司治理水準。

作為機構投資人及大型政府退休基金，勞動基金之投資運用對金融市場及被投資公司影響重大。在追求基金長期穩健績效之外，為同時發揮正面社會影響力，導引企業加強對社會責任及永續經營重視，勞動基金運用局持續積極密切追蹤國際永續發展及公司治理趨勢進展。

本次會議匯集來自亞洲不同國家和背景的專家學者，深入探討公司治理領域所面臨挑戰和機遇，討論議題涵蓋亞洲公司治理多面向領域，包含「區域概覽-亞洲的抉擇」、「辯論-全球股市競爭對公司治理是否有益？」、「司法治理-發現詐欺和錯誤訊息」、「變革時刻-亞洲董事會更替」、「中小型企業英雄們」、「國營事業治理」、「家族公司治理」、「地緣政治與資本市場」、「阿達尼事件之後-經驗學習及印度公司治理改革」等，對機構投資人應對亞太市場獨特挑戰提供寶貴參考價值。

參與本次會議有助於深化對亞太地區公司治理現狀、挑戰與未來趨勢理解，並透過來自不同國家地區的專家學者及主管機關分享交流，獲得最新公司治理趨勢發展洞見，善盡基金盡職治理之責，擴大發揮投資影響力，貫徹永續投資理念。

第二章 會議重點

主題一：區域概覽：亞洲的抉擇

Regional overview : Asia' s choices

- ❖ 講者：Jamie Allen（ACGA 秘書長，香港）
- ❖ 講者：Seungjoo Ro（Sustain Asia/ESG 研究負責人，CLSA，香港）

本場次會議探討亞洲各國在公司治理領域的現狀、挑戰與近期進展，目前亞洲各國在董事會治理、股東權利保護、ESG 以及永續報告等各面向進展不一，多數亞洲國家公司治理制度均處於重要轉折點，既面臨著傳統管理結構挑戰，也迎來推動改革與創新機會，這也是會議主題所希望表達的「亞洲各國的抉擇」。本場次會議重點摘錄如下：

（一）亞洲公司治理現狀：

目前多數亞洲市場的公司治理制度發展正處於關鍵轉折點，儘管近年在發展 ESG 和推行永續報告方面取得迅速進展，但在董事會治理和股東保護方面卻表現落後。許多亞洲公司普遍存在控制權集中問題，特別是上市掛牌的家族企業及國營事業，這對於董事會治理構成重大挑戰。

董事會結構發展最初受到歐洲和英國公司法百年歷史影響，但在個別亞洲市場中呈現顯著多樣性，例如在中國、印尼、日本和韓國等地的董事會結構更加複雜，涵蓋黨委會、外部專家和審計委員會等多元化組成。然而，在多數亞洲市場中，董事會主席通常不具備獨立性。因此儘管近年亞洲各國在推動永續報告和部分公司治理領域取得進展，但亞洲許多公司的董事會效能與獨立性仍存在顯著不平衡，包括公司管理階層與獨立董事間權力不均、低透明度的公司治理報告、董事專業能力不符合公司所需及董事專業能力培訓不足等問題。

在亞洲各市場公司治理表現方面，澳洲、香港和新加坡表現亮眼，但與其他亞洲市場相比存在較大差距。對於亞洲各市場進行公司治理評比時需要考慮到多面向複雜因素，例如政治不確定性、政府清廉度以及監管機構權利範疇。其中日本和台灣正積極進行公司治理改革，改革重點包括提升盈利能力、資本效率、性別多樣性和確保公司提供永續報告。

近年對永續發展重視，和因應氣候變化相關減碳要求被視為推動公司治理改善的重要催化劑。國際永續準則委員會（ISSB）在制定具可比較性國際永續標準方面起到關鍵指引作用。隨著投資人越發關注公司因應氣候議題作為，董事會需要深入認識這些新趨勢議題，並將這些重大議題納入董事會討論評估和決策。

目前亞洲各國對接受國際永續指標方面態度表現不一，中國、日本和韓國展現出積極態度，而新加坡、台灣和澳洲也開始認真考慮這些國際標準。由於主管機關、社會大眾及投資人對氣候變遷和其他永續發展議題關注提升，公司被迫改善公司治理結構，以滿足全球投資者和監管機構的要求，這新趨勢有助提升整體公司治理水準標準。

此外，大股東對於督促公司提高公司治理水準扮演關鍵角色，股東可以通過參與公司事務，尤其是在董事會選舉和重要決策過程中行使投票權，來影響公司運營策略；這種股東積極參與行為有助於確管理層負責管理公司，也督促董事會更加關注股東利益。

薪酬獎勵制度在推動董事會和管理層對股東利益重視具有重要作用，例如股權獎勵計劃可以確保董事和高管與公司長期成功保持一致，從而提高公司治理質量。然而在由家族企業或國有企業占主導地位的市場，股東監督效能受到限制，這是在這些市場中，股權結構往往過度集中，導致獨立股東影響力有限。

（二）亞洲各市場近況分析：

1. 日本

近年日本政府和企業界意識到為提高國際競爭力，必須對公司治理進行重大改革，變革聚焦於提升公司盈利能力和資本效率，同時也關注性別多樣性和永續發展報告。具體作為方面，日本企業開始調整董事會結構，引入更多獨立董事席次，以增加董事會的多元化和獨立性，這有助於減少傳統上僅由內部成員組成董事會所帶來的利益衝突和封閉管理。

日本企業近年亦積極推進職場性別多樣性，過去日本女性高階管理者及董事比率偏低，但近年逐漸改善，提升女性高管職位比例有助於優化企業文化和決策過程。在永續發展報告方面，日本企業正在積極遵循國際標準，這趨勢反映全球投資者對企業社會責任和永續性日益關注，也證實資本市場力量足以引導公司改變行為，提升治理水準。

2. 台灣

台灣企業在提高公司治理透明度方面進展顯著，許多上市公司開始適用更嚴格財務報告揭露規範，以符合國際標準。例如在年報提供全面業務和治理信息，包括風險管理和未來發展策略。此外，在提升董事會獨立性方面，許多公司開始重組董事會結構，引入更多獨立董事，以減少來自管理層內部影響，確保董事會更客觀獨立的決策過程。

過去台灣企業界普遍由男性主導，但近年前瞻性企業開始推動女性進入高管和董事會職位，性別平衡有助於提升決策多元性，並促進更平衡包容企業文化。在永續發展報告方面，台灣企業展現積極態度將這些議題納入業務策略和報告中。例如台灣科技公司積極參與綠色能源計劃和減少碳排放行動，並在年報中詳細記錄成果，展現對世界新趨勢的認同。

3. 澳洲

澳洲公司治理水準在亞太市場長年居於領先地位，尤其在治理透明度、獨立性和股東權益保護方面，這些元素共同促成成熟且高效公司治理環境。在資訊透明度方面，澳洲企業在公司財務報告和營運揭露達到極高標準，以因應澳洲證券投資委員會和證券交易所制定的嚴格揭露要求，確保重大信息即時性和準確性，又大型企業在年報中提供對財務數據、風險管理信息及公司治理結構等極為詳細揭露說明。

在董事會獨立性方面，澳洲企業表現同樣出色，多數上市公司擁有高比例獨立董事，並來自不同專業背景。此外，澳洲公司法律和監管框架為股東提供廣泛權利和保護措施，包括對重要決策的投票權，以及對公司董事和管理層的問責權，確保股東對公司管理層有效監督。

4. 新加坡

新加坡公司治理水準在亞洲市場也長年居於領先地位，並以嚴格監管規範聞名。新加坡交易所（SGX）和新加坡金融管理局（MAS）共同制定一系列規則和指南，以確保上市公司遵守最高公司治理標準，規範內容涵蓋財務報告內容到利益衝突管理，包括企業社會責任和永續發展報告，確保企業運作透明度。

高效能且獨立的董事會結構也是新加坡公司公司治理的特點，許多新加坡上市公司董事會結構中包含大量獨立董事，有助於提供客觀的監督和指導，同時避免管理層的過度控制。來自不同的專業背景的獨立董事有助於董事會在各種決策上提供均衡觀點。

5. 馬來西亞

馬來西亞是亞洲少數擁有大量獨立董事會主席的市場之一，馬來西亞在董事會結構中獨立董事的比例相對較高，這種獨立性提高有助於平衡董事會主席的權力，從而保障董事會的決策更為客觀和公正。此外，馬來西亞在董事會提名委員會方面也展現出獨立性，大多數提名委員會主席實際上是獨立董事，有助於增強董事會在人選提名和評估方面的獨立性。

6. 印度

作為快速發展經濟體，印度公司治理結構正進行顯著轉變以符合全球標準和投資者期望。印度在提高董事會獨立性方面取得進展，公司在董事會結構中引入更多獨立董事，印度企業也開始將 ESG 考量整合到其業務和報告中，但印度在提高透明度、強化股東權利保護以及提升董事會效能等其他公司治理方面仍面臨挑戰。

7. 韓國

韓國公司治理制度受到其特殊經濟結構和文化背景影響，尤其是大型家族控制企業（財閥）在市場中占據主導地位。韓國企業董事會通常由家族成員或親信控制，影響董事會獨立性和多元化，導致董事會在監督管理層和提供戰略指導方面的效能受到限制；雖然一些大型韓國企業正努力引入獨立董事，但這種做法在韓國仍然不普遍。此外，由於董事會和管理層界限不清晰，加上信息揭露規範可能不如其他市場嚴格，投資者較難獲得家族控制企業經營和治理全面信息。

主題二：辯論—全球證券交易所競爭有利於公司治理嗎？

ACGA Debate : “Is global stock market competition healthy for corporate governance?”

- ❖ 主持人：Jane Moir（ACGA 研究主管，倫敦）
- ❖ 辯論者：Elisa Cencig（高級 ESG 政策顧問，挪威銀行投資管理，倫敦）
- ❖ 辯論者：Grace Hui（創辦人兼 CEO，淨零亞洲，香港，視訊）

本場次由主持人 Jane Moir 主導，由挪威銀行投資管理高級 ESG 政策顧問 Elisa 及 Net Zero Asia 的 CEO 兼創始人 Grace，就全球證券交易所(以下簡稱證交所)競爭對公司治理影響議題進行辯論，其中 Elisa 從反對全球證交所競爭的角度出發，Grace 採取支持全球證交所競爭立場。

Elisa 首先提出反對全球證交所競爭理由，說明證交所競爭對投資者保護標準可能產生的負面影響，特別是在雙重股份結構等方面，她認為這可能導致投資者保護標準的弱化，以及不同地區（包括歐盟和英國）採用不同監管框架。Grace 隨後表態支持全球證交所競爭，強調競爭有助於提升監管標準和市場效率，並對資本形成和經濟發展帶來正面效益，Grace 另提出教育投資者和改善公司治理的必要性。其後雙方對彼此論點提出反駁，並分別回應對方評論，講者意見及雙方辯駁論點摘要如下：

(三) Elisa 反對全球證交所競爭主要理由：

1. **投資者保護標準弱化**：為吸引更多公司在當地掛牌上市，各國可能降低監管標準、放鬆對公司治理要求，從而削弱投資者保護。
2. **雙重股權結構**：部分國家股市允許公司採用雙重股份結構，這種股權結構導致權力不對等情況，少數股東能控制公司決策，削弱一般股東權力，減少對投資者保護。
3. **監管框架差異**：歐盟和英國等不同國家擁有不同監管框架，而全球交易所競爭導致各國監理框架差異增加，增加投資人瞭解和遵循各國投資規範的困難度。
4. **對小型投資者的不利影響**：在全球競爭環境中，小型投資者可能因缺乏資源和信息，無法有效保護自身權益，因而面臨更高風險。

(四) Grace 支持全球證交所競爭理由：

1. **強化監管和投資者保護標準**：Grace 認為全球證交所競爭有助於提升各國金融監管規範，因為高水準監管及透明度能提高投資人信心，吸引更多國際投資者和公司選擇在當地掛牌上市。

2. **促進資本市場創新和效率**：競爭促使證交所尋求創新，以提高效率和服務質量，對投資者和上市公司有利。
3. **資本形成和經濟發展**：講者強調全球證交所競爭對資本形成的重要性，股市直接融資有助於推動全球經濟增長發展。
4. **教育和提升投資者意識**：全球交易所競爭促進對金融教育重要性的關注，幫助投資者更認識市場投資風險。

(五) 雙方辯駁及總結：

Grace 反對 Elisa 認為全球證交所競爭可能削弱投資者保護標準的擔憂，因為各國主管機關和證交所會努力提升其透明度和監管質量，以爭取國際投資人信任；對於 Elisa 關於雙重股份結構可能損害普通股東權益的觀點，Grace 認為雙重股份結構在特定情況下可保護公司免受短期市場波動的影響，從而促進長期增長和創新，並強調提升投資者教育的重要性。

Elisa 強調為吸引更多上市公司，某些國家和證交所實際上為此而降低監管要求，導致投資人面對風險增加。另對於雙重股份結構，Elisa 指出全球證交所標準化過程複雜，存在許多實際操作挑戰，特別在考慮到不同國家法律和文化背景的差異時。

總體而言，這場辯論探討有關全球證交所競爭的各種重要議題，從公司選擇上市地點策略、如何在促進股市蓬勃發展同時保持高標準公司治理、雙重股權制度利弊分析等，這些多面向討論顯示全球證交所競爭對公司治理影響的複雜性，各國主管機關應平衡證交所希望放寬監管標準以爭取跨國企業選擇掛牌上市，及採取高監管標準以保護投資者的雙重需要。

主題三：司法治理：識別欺詐和誤導資訊

Forensic governance：Spotting fraud and misinformation

- ❖ 主持人：Christopher Leahy（ACGA 東南亞專家顧問；董事總經理，Blackpeak，新加坡）
- ❖ 講者：Shireen Muhiudeen（創辦人，Corston-Smith 資產管理，吉隆坡，視訊）
- ❖ 講者：Praveen Sangana（副總裁，股權 ESG 與司法研究，富達，班加羅爾）

本場次會議主持人 Christopher Leahy 是 Black Peak 創辦人，Black Peak 是專門進行盡職調查公司，會議中主持人與講者討論有關公司治理、財務問題和詐欺行為等議題，並談及多起實際案例以說明公司治理失當後果，以及如何通過審查公司治理和財務報告來識別潛在詐欺行為。雖然會議中講者並未提及任何具體公司名稱，主持人表示仍希望對會議案例進行資料保密，因此以下將概述會議討論重點，包含危機預警訊號及解決方案等，但將省略所提及案例內容。

（一）空頭避險基金

首先專業做空避險基金的典型操作如下，做空避險基金研究團隊挑選投資標的，並進行深入研究分析後，搶先對具疑慮公司股票布局空單，其後在市場上公開研究報告，警示該公司存在潛在財務危機或詐欺風險；通常知名機構研究報告將導致該公司股價急跌，做空機構可由事先布局空單中獲利，被指控公司通常必須主動澄清研究報告疑點以支撐股價。

本次會議聚焦於上述做空避險基金對揭露公司治理和財務問題方面的重要性。講者認為這些短期賣空者和避險基金作為具專業能力的主動投資者，通過進行深入研究發布公開報告，報告內容通常涉及對公司財務狀況、業務模式和市場表現的批判性分析，揭露可能被公司管理層或市場忽視重大問題，對發現潛在欺詐和財務操縱行為具有關鍵作用。

講師也提到短期賣空者和避險基金活動的市場爭議性，因為這些負面報告通常會立即導致股價大幅波動，但部分報告內容最終可能被證實為不實指控、對公司造成不公平或過度負面影響，因此做空機構的研究方法、研究報告內容正確性，以及靠股價急跌獲利模式等常受到市場質疑。

儘管存在爭議，講師仍然肯定短期賣空者和避險基金在金融市場中的必要性，對促進市場效率和透明度具有重要貢獻，有助於糾正市場失衡和防止潛在的不當行為，提高金融市場透明度。

另補充說明，本次會議主題 9「阿達尼事件之後-經驗學習及印度公司

治理改革」所提及之阿達尼事件，係由美國做空機構興登堡研究(Hindenburg Research)對印度阿達尼集團(Adani Group)出具批判性研究報告所引發，相關案件說明補充於後，恰好作為此處做空機構具體操作案例。

(二) 詐欺事件預警分析

講師表示良好公司治理不保證不會發生管理不善情況，但公司治理不良是詐欺事件發生的先決條件。對於如何辨識潛在詐欺風險，首先在與公司互動時，雖然應關注財務報表和財務指標，但更重要是必須理解公司業務模式和運營方式，因為公司會出現治理問題通常不會是單一事件，而是公司整體系統性問題中的一環，因此研究公司治理結構和管理層動態往往是提前發現問題的關鍵。

以觀察公司管理階層為例，應關注公司管理階層意圖、目標、動機等，例如若公司管理階層薪酬主要來自浮動、條件式獎勵，那就必須觀察這些決定薪酬獎勵的關鍵績效指標(KPI)是什麼？這些數據是否正常或高於市場？講師也提出其他應該優先關注的特定領域，例如審核委員會獨立性、股東權益保護，以及公司內部控制和風險管理質量等。

在辨識潛在詐欺案件時，內部或外部審計均扮演重要角色，尤其是審計過程透明度和審計師獨立性，對於提供公正和準確財務信息至關重要。通過分析審計報告中的關鍵審計事項，可以發現異常情況及潛在危機，對於識別潛在詐欺行為非常關鍵。但在實際爆發詐欺的案例中，不論內部審計或外部審計往往對疑點保持沉默，這也印證審計獨立性的重要性。

(三) 集體訴訟合法化趨勢

講師指出大型企業透過財力及政商關係而擁有強大社會影響力，少數派股東和個別小型投資者不足以嚇阻管理階層不當行為，因此目前多數市場主要是由政府監管機構負責遏制公司不當行為。

但政府監管機構經常受限於行政資源不足和權限限制，甚至承受政治干預壓力，這種監管機關不作為、或作為不足形象將損害投資大眾對市場及主管機關信任度，因此需要建立更有效法律框架，透過更多市場監管，以確保公司行為透明度和負責任行為。

講師特別以集體訴訟(Class Action)為例，預期在不同市場實施集體訴訟的趨勢，可能成為改變公司治理和市場行為的關鍵轉折點。所謂集體訴訟是指多數成員彼此間具有共同利益，因人數過多致無法全體進行訴訟時，由其中一人或數人為全體利益起訴或應訴。在集體訴訟制度下，可以由法

律事務所代表所有小股東、小型投資者共同對公司提出求償。目前集體訴訟制度仍僅在部分市場適用，但集體制度有助於保障個人投資者權力，讓小股東或小型投資者能對公司行為提出質疑，對抗不公平公司行為和決策，這種外部介入監督對增強公司透明度和負責任管理非常重要。

另一方面，集體訴訟也有利於減輕監管機構的壓力，因為允許投資者直接對公司提出訴訟，而不必完全依賴監管機構介入及調查。因此集體訴訟制度有助於提升市場整體公平性和透明度，促進對不當行為追責，並確保投資者利益得到保護，改善市場整體健康和效率。

主題四：變革時刻-亞洲董事會更替

Time for change : Board renewal in Asia

- ❖ 主持人：Gillian Ng（公司治理與永續高級總監，Iclif 執行教育中心，亞洲商學院，吉隆坡）
- ❖ 講者：Tan Boon Gin（新加坡交易所監管首席執行官，新加坡）
- ❖ 講者：Niraj Gupta（公司治理與公共政策學院院長，印度企業事務研究所，古爾岡）

本場次會議聚焦於董事會成員更替及治理制度，2 位講者從主管機關監管角度，討論不同國家治理模式和法規變化對公司治理影響，例如新加坡對董事任期限限制性規定，以及強制揭露董事會成員多樣性政策，並討論董事會成員多樣性對企業策略和監督影響。

會議中探討如何基於實績表現選擇董事會成員，例如應優先考慮董事個人專業背景及對公司潛在貢獻，並強調獨立董事重要性，包括提供客觀觀點和增強治理結構，最後分析維護董事獨立性與董事薪酬設計機制方面所面臨困難。以下是本場次會議討論重點摘要：

（一） 多樣性且基於實績的董事會成員選擇

講者表示董事會組成具多樣性對公司治理水準極為關鍵，董事會成員應來自不同的背景，具備性別、文化、行業和專業知識多樣性，成員多樣性能提供更廣泛視角，有助於增強董事會創新和解決問題的能力，對制定公司長遠策略極為重要；但可能面對難以找到合適候選人、必須克服既有偏見等挑戰。

選擇董事會成員時，應優先考慮個人專業技能、經歷及對公司未來發展潛在貢獻，其中個人專業技能最重要。由於每家公司需要依據公司具體需求決定董事會成員，以利於應對公司當下面對挑戰，因此董事會成員選擇應被視為企業內部事務，由公司提名委員會負責，評估候選人專業能力與對公司的潛在貢獻；不宜由外部監管機構過度干預，以確保最後選擇董事最有利於公司當時特定商業需求與策略目標。

對於聽眾詢問亞洲公司外籍獨立董事人數稀少，講師表示對於國際董事必要性，可以從公司業務性質思考，是否需要在董事會層面具有國際觀？大多數情況下至少擁有 1 名國際董事有利於公司海外發展可能性，目前大約有 2,500 名外國籍董事在不同印度公司董事會任職。印度目前在建立董事服務綜合平台，包含所有在上市及非上市公司任職的獨立董事名單，該平台目前有約

25,000 名董事，其中約有 6,700 名女性董事。講師表示多數優秀公司都有外國董事，因為董事會需要擁有國際視野，這是這個全球化時代的共通需求。

(二) 董事會監管、更替與職能專業化：

為因應全球對提高公司治理要求，各國主管機關均透過持續更新公司治理法規來應對當前經濟挑戰，包括對董事會組成和運作的新規定，例如對獨立董事設置任期上限，被視為有助於提高董事會獨立性和有效性手段。

考量董事會成員更替可以引入新思維、技能和經驗，用以因應不斷變化的市場和經營環境，對公司長期發展極為重要。印度規定董事會成員最長任期為連續 2 屆任期，每屆任期為 5 年，但未來仍可以重新被選為董事；新加坡則實施 9 年規則，獨立董事最大任期為 9 年，超過後將不再被視為獨立董事，這些規定可確保董事會成員持續進行替換。

此外，在面對現今社會各種技術創新等新挑戰時，董事角色也因應出現改變，董事會成員需要具備專業知識和技能，以應對這些新興議題，有效指導和監督企業。講者特別強調持續教育重要性，為保持董事會專業水準，董事成員應接受定期培訓、參與研討會等，確保董事會成員具備對新技術發展了解，這有助於董事會在公司經營策略制定和風險管理方面做出更好決策。

(三) 獨立董事及董事薪酬制度

講者討論獨立董事在董事會作用，以及維護其獨立性重要性。獨立董事可以提供不受公司內部管理層影響的客觀觀點，對於審視公司策略、監督管理層和提供關鍵決策具有關鍵性。然而維持獨立董事的獨立性具有相當挑戰性，需要面對與公司管理層的關係管理和利益衝突處理等多重挑戰。

講者特別強調在薪酬制度設計對獨立董事保持獨立性的影響，一方面需要足夠報酬以吸引高質量人才，另一方面，獨立董事的薪酬結構應有助於確保獨立董事自身利益不受影響，例如獨立董事擁有普通股優於擁有股票選擇權，也優於獨立董事向公司領取固定現金報酬。尤其支付高額固定薪酬對獨立董事對維持獨立性相當不利，目前印度市場上出現標榜以賺取高額董事報酬為導向的培訓課程，以賺取高薪為目的的心態將嚴重損害獨立性。

主題五：對話環節-中型企業英雄們

In conversation with : Mid-cap heroes

- ❖ 主持人：Steven Watson（ACGA 主席；合夥人，資本國際投資者，香港）
- ❖ 講者：Debasish Mohanty（Airawat 指數首席執行官，孟買）
- ❖ 講者：Udaya Kumar Hebbar（董事總經理，CreditAccess Grameen，班加羅爾）

本場次會議為針對中型企業的全面性討論分析，包含中型企業在不同國家和市場的定義、中型企業在經濟體系中獨特地位及挑戰，以及如何挑選出具有成功潛力的中型企業等，以下是本場次會議主要內容摘要：

（一） 中型股定義及重要性

講者對於中型股定義和地位進行詳細討論。首先，對於界定中型股定義在不同國家和不同市場有所差異，一般而言是指市值上介於小型股和大型股間的公司，既不像大型企業擁有豐富資源和廣泛市場影響力，在靈活和快速適應變化能力也比不上小型新創公司，但中型企業處於成長發展關鍵階段，通常被視為潛在成功者，意即本場次會議主題的「英雄們」，具有在其個別領域發展成長為行業領先者潛力。

中型公司相對於大型股來說規模較小，反而因此擁有更大成長空間，對於尋求高成長投資潛力的長期投資者而言，中型股通常已經在其所在行業或市場占有一席之地，已證明公司現有經營模式有效性，但仍有擴大市場份額和提高營運效率空間。從成長和創新角度而言，中型公司不僅代表重要投資機會，也是市場動態和創新趨勢的重要指標，例如通過專注於人工智能、可再生能源等特定創新領域，在技術領域展現出顯著創新能力和成長潛力，快速擴張並搶奪市場地位，這也使中型股成為市場分析師密切關注對象。

（二） 公司治理及篩選機制

公司治理是中型股成功關鍵因素並涉及多面向結構，包括有效監管結構、清晰權責分配、以及高效內控制度。良好公司治理結構有助於降低企業運營風險、提高企業透明度和負責任商業行為，從而增強投資者信心，對確保公司長期穩定和永續發展至關重要。例如具有高效監管結構的公司能更好地應對市場變化，並在必要時迅速作出調整，從而保持競爭優勢。

當投資人試圖尋找中型股潛在未來贏家時，應關注是否具有良好公司治理結構。對此，講者舉例說明如何以量化方式將公司治理篩選作為評分標

準，講者任職的指數公司目前規劃將發行 10 檔以中型股公司治理為主題的投資指數，以編製公司治理加權的主題指數為例，指數在參採一般性財務指標之外，運用 14 項量化指標參數評比公司治理水準，篩選機制將對治理表現不佳公司評給較低分數，藉此降低納入高管理風險投資標的可能性。

此作法核心在於將公司治理複雜面項轉化為可以量化的參考指標，從而使投資者和管理層能更客觀地評估公司治理水準。用於評比公司治理水準的 14 項量化參數中包括董事會的規模、獨立董事比例、董事會成員性別多元性、董事會召開次數，以及董事實際出席董事會人數及出席次數等。此外，公司治理評分還應考慮公司內部控制和責任分配情況，例如內部審計的質量、財務報告透明度，以及高層管理人員績效評估機制，這些因素評估有助於確定公司在管理風險和保持透明度方面表現。

講者也提到此評分系統可以幫助被評分公司改善治理水準，例如通過分析得分偏低項目，意識到董事會獨立性和多樣性表現落後，因而進行董事會重組，引入不同專業背景獨立董事，提供更廣泛視角和做出更有效決策。

(三) 中型股面臨獨特機會與挑戰

中型股公司由於規模相對較小，在創新和快速實施新策略方面擁有一定優勢，相比大型企業能更快適應消費者需求變化。此外，中型公司也較容易透過特定策略和創新來提升其競爭力，例如專注於特定利基市場、提供有別於大企業的差異化產品和服務。講者強調中型股公司應採取長期視角，不應僅追求短期業績，而是建立和維護一個永續發展商業模式，包括對產品和服務的持續創新、市場擴展策略的實施，以及投資於人才和技術的重要性。

另一方面，中型股公司在獲取資本方面相對困難，由於市場能見度低，在吸引投資者、獲得融資以及維持股價穩定等均面臨挑戰，中型企業需要努力證明公司營運穩定性和成長潛力，而資金不足不僅限制成長潛力，也可能導致錯失公司最佳發展時機。例如尋求快速擴大生產能力時，由於資本獲取困難而推遲擴張計劃，可能導致錯失爭奪市占率的寶貴時機。

在產品銷售方面，中型股公司一樣面臨市場能見度問題，相對於行業巨頭，中型公司因市場關注度較低，因此需要支付更高行銷費用以提升品牌知名度，以及吸引消費者注意力或獲得消費者信賴，低知名度不僅對銷售結果有負面影響，也因承擔高昂行銷成本而降低利潤。

此外，隨著全球對氣候變化、社會公正和透明治理的關注日益增加，中型股公司在 ESG 各方面的表現也越發受到市場和投資者關注，並對公司吸引

力有直接影響。對於公司治理體制良好公司，投資者通常願意提供更多資源和支持，因為高治理水準被認為營運風險更低，且具有更強長期發展潛力。

(四) 小結

綜上所述，中型股公司在市場中面臨獨特挑戰和機遇，雖然在資本獲取、市場能見度和監管壓力方面可能遭遇困難，但中型股也因規模和靈活性，擁有在市場上快速成長和創新潛力。對於希望投資中型股的投資者，建議進行仔細市場和公司分析，尋找當前表現良好且具有長期增長潛力公司，優先關注在 ESG 方面表現出色中型股，並採取多元化投資組合策略。

主題六：國營事業治理

SOE governance

- ❖ 主持人：Nana Li（永續與盡職治理亞太區主管，Impax 資產管理，香港）
- ❖ 講者：Zhengjun Zhang 博士（創始夥伴兼首席執行官，京平諮詢，北京，視訊）
- ❖ 講者：Hetal Dalal（總裁兼首席運營官，機構投資者諮詢服務，孟買）

本場次會議探討中國、印度及亞洲其他市場國營事業治理水準，討論內容包括各國國營事業治理標準、國營事業董事會組成、永續資訊揭露及性別多樣性等多方面，以及國際 ESG 標準對亞洲上市國營事業影響等。

本次會議中著重探討中國和印度國營事業治理情況，說明中國國營事業數十年多階段改革歷程，以及如何透過國企改制以強化市場競爭力；印度國營事業則迄今仍面臨公司治理結構和法規監管遵守方面挑戰，其中銀行和非銀行部門面臨不同困境。以下為本場次會議重點摘要：

（一）中國國營事業改革

自 1978 年中國國營事業改革開放以來，共歷經 4 大主要變革階段。第 1 階段是賦予國營事業更多自主權，國企開始在市場經濟中扮演重要角色；第 2 階段是建立現代企業制度，包括引入法人治理結構和股份制度；第 3 階段是所有權結構調整，主要是將部分國營事業所有權交由中國國務院國家資產監督管理委員會（簡稱國資委）集中管理；最後第 4 階段則是深化改革，加強國營事業市場化運作模式，以提升國際競爭力。

講者認為相比過去著重行政管理模式，現代化國營事業更注重市場導向和效率提升，並企業內部管理結構優化，包括提高管理層專業水準及權責，以及改善財務透明度。其中中國國營事業公司治理最重要進步來自政府所有權和董事會權力強化，例如由國資委直接監管的國營事業，在涉及風險管理、內控和合規管理等方面股東會權力獲得顯著強化；國營事業董事會專業度及職能劃分獲得顯著改善，董事會中須有過半數董事具備相關專業背景和經驗，以確保董事會工作有效進行。近年國營事業公司治理重點逐漸轉向 ESG 領域，由於中國政府對環境保護和社會責任高度重視，中國國營事業在資訊揭露方面表現優於私人企業。

2022 年度中國中央國有企業（Central SOE）財務收入達到 9 萬億元人民幣，總利潤為 2.5 萬億元人民幣，稅後利潤為 1.9 萬億元人民幣，與國內生產總值（GDP）增長率相比，顯示國營事業表現相對良好；同期間中國前 500

大民營企業度營收為 38 萬億元人民幣，淨利潤為 1.7 萬億元人民幣，顯示國營事業表現優於私營企業。

(二) 印度國營事業治理：

印度國營事業公司治理和運作情況與中國存在明顯差距，講者著重探討印度國營事業所面對法規遵循方面挑戰，尤其在監管獨立性方面困境。回溯印度國營事業發展歷史時，應將印度從英國殖民地轉為建國獨立背景納入考量，並將銀行和非銀行國營事業分開研究。

印度銀行在印度國家獨立前主要是私有所有，但在印度獨立後採行銀行國有化政策，銀行被收歸國有以解決私人銀行獲利導向的政策衝突，印度政府得以推動銀行深入內陸地區，為國內偏遠村莊提供金融服務，印度銀行國有化政策有效促使銀行家遵循國家政策，普及全國金融服務範圍。

另一方面，非銀行類國營事業則在國家建設中扮演關鍵角色，例如能源和基礎設施產業對印度經濟穩定成長極為重要，但國營事業體制也帶來額外挑戰，因國營事業受到政府高度監管，須遵循高達 26 種議程規範，這些複雜規範讓公司合規性能力引發疑慮；此外獨立監管機構通常由相關部門部長任命，投資者和市場觀察者通常不樂見此類涉及利益衝突風險的政治任命，導致投資人對印度國營事業合規能力和監管獨立性議題均產生擔憂。

總結來說，本場次會議對中國和印度國有公司治理現狀進行深入分析，說明國營事業在亞洲經濟體系中重要性，以及所面臨的獨特轉型挑戰。中國國營事業改革重點在於增強市場運營機制和建立現代化公司治理結構，印度國營事業則需要在公司治理和透明度方面進行改善。

主題七：家族公司治理

Family governance

- ❖ 主持人：Chirag Mehta（首席投資官，Quantum 資產管理公司，孟買）
- ❖ 講者：Yuelin Yang（首席監護和福祉治理官，IMC PAA，新加坡；ACGA 理事會成員；視訊）
- ❖ 講者：Kavil Ramachandran 教授（高級顧問，Thomas Schmidheiny 家族企業中心，印度商學院，海德拉巴）

本場次會議介紹亞洲家族企業治理的最新動態，討論家族企業特性及所面對特殊挑戰，例如家族企業由創辦人移轉公司經營權給後代時的交棒困境，以及如何在保持家族控制同時仍維持企業市場競爭力等；討論內容亦擴展到家族董事會是否為新時代面臨的永續性挑戰做好準備、以及家族企業看待 ESG 規範態度趨勢等。以下為本次會議重點摘要：

（一） 家族企業經營權傳承及結構

研究顯示，家族企業傳承在世代交替時特別困難；從創辦人到第 2 代傳承交接成功率僅有約 30%；從第 2 代傳承到第 3 代成功率下降至 15%，而從第 3 代傳承到第 4 代成功率更僅剩下 3-5%，以上數據客觀反映家族企業傳承過程所面臨嚴峻挑戰。但講者也提及具體成功案例，例如德國最古老的製藥化學公司 Merck 家族企業建立於 1668 年，通過強大家族治理結構，包括家族議會及企業董事會等，幫助家族成員保持團結和經營效率，家族成員對公司控制管理維持超過 350 年，目前已成功傳承 13 代。

最典型家族企業傳承困境來自世代價值觀衝突，隨著擁有優渥財富條件的第 2 代和第 3 代家族成員出國接受教育，帶來國際化新觀點和國外專業管理方式，往往和企業創辦人及創業夥伴擁有不同價值觀和管理風格。家族企業的傳承也受到社會變遷顯著影響，包括個人主義強化及集體主義弱化、核心家庭興起，以及物質主義價值觀抬頭等長期社會趨勢轉變。

家族成員角色會隨時間而變化，隨著家族成員增加及分工，有些成為主要管理者，但也有未介入經營管理者，彼此利益衝突大幅增加傳承複雜性。通常為有效治理家族企業，需要建立家族議會、企業董事會、榮譽委員會及家族辦公室等機制，以協調不同身份家族成員利益，維護企業長期穩定運營。部分家族企業開始評估將經營權轉交由非家族成員的專業經理人管理方式，這類經營權轉換的重大決策須考慮家族成員和非家族成員在企業經營決策中分別扮演的角色及決策權分配，及如何平衡家族利益和企業長遠發展。

(二) 家族企業的企業文化及價值觀

家族企業文化及價值觀通常深受創始人影響，但隨著經營者更迭演變，原始企業文化價值觀往往面臨挑戰，特別是當新一代家族成員帶著年輕世代的國際觀點及經驗加入時。實際上家族企業的文化和價值觀對於企業傳承和創新能力有重要影響，此前提到傳承第 13 代德國的 Merck 家族企業，成功因素包括家族文化及價值觀願意接受和融合新觀點和新經營策略，更有利於適應外部變化，從而確保家族企業長遠發展和順利傳承。

家族企業價值觀和文化也反映在其決策和治理結構上，與許多非家族企業追求短期利潤最大化的策略不同，家族企業往往更重視長期視角和穩定發展。例如家族企業可能更傾向於投資於長期發展計劃，並在業務決策中考慮到家族成員和員工的福祉，有時可能與市場競爭壓力相抵觸，但另一方面也避免任期制的專業經理人僅追求任期內短期回報的結構性制度缺陷。

(三) 治理標準與 ESG 計劃

家族企業在公司治理方面正在經歷變革，特別是 ESG 角度而言，許多印度及亞洲家族企業正積極採納 ESG 原則。許多印度家族企業開始實施「誠信篩選」機制，誠信篩選機制起源於 1996 年，核心理念是當與他人進行業務往來時，如果對方在合作中表現出不誠信的跡象，則不再與其合作。

誠信篩選機制策略有助於提高外部業務的透明度和誠信度，但這種機制也會影響家族企業內部治理結構和決策，幫助該家族企業建立可靠性和客戶的信任感，這機制顯示家族企業如何能通過治理策略，來提升其整體業績和市場聲譽，更有效因應社會各種新挑戰，確保家族企業長遠發展。

(四) 家族企業現代化與專業化演變

隨著全球市場和社會環境快速變化，企業需要靈活應對全球化競爭及數位轉型等挑戰，家族企業管理模式也被迫從傳統家族經營，轉變為更開放和市場導向的現代化企業模式，不同家族企業對此採用不同策略因應，部分家族企業選擇繼續完全由家族成員管理，但許多印度家族企業正從純粹家族經營模式轉變為引入非家族成員的專業管理層，但無論選擇哪種模式，家族企業都面臨著如何在家族成員和專業經理人建立有效溝通合作挑戰，也需要在傳承傳統和創新管理間找到平衡。

主題八：地緣政治與資本市場

Geopolitics and capital markets

- ❖ 主持人：Jane Moir（ACGA 研究部門主管，倫敦）
- ❖ 講者：Udith Sikand（高級新興市場分析師，Gavekal Research，香港）
- ❖ 講者：Karine Hirn（合夥人兼首席永續官，東資本集團，香港）
- ❖ 講者：Richard McGregor（高級研究員，東亞洛伊研究所，雪梨，視訊）

本場次會議探討近年重要性遽增的亞洲地緣政治議題，以及對全球經濟與投資趨勢的多面向影響。講者主要聚焦於美中關係，以及亞洲其他國家在美中競爭格局中所面臨的複雜挑戰及機會；講者也提及美中關係以外的其他區域性緊張關係。以下為會議重點摘要：

（一） 美中競爭格局分析：

講者認為目前美中關係處於一種類似冷戰狀態，冷戰氛圍體現在科技、軍事、經濟和政治制度等多面向競爭，雙方在核心問題難以達成共識。美中之間結構性競爭關係將持續，尤其在技術和貿易方面，雙方都積極採取措施來保護國家戰略利益。例如美國正考慮要求其機構投資者公開揭露在中國投資情況，以及避免中國企業參與到美國重要戰略領域供應鏈。

講者提到美國總統拜登及中國國家主席習近平即將在 APEC 會議上進行面談，為此雙方官員已進行充分準備工作及事前討論，預期雙方緊張氣氛將緩和，但在解決重大衝突方面不會有實質性突破，較可能僅在類似芬太尼毒品問題和氣候變化等議題達成共識。

2024 年選舉事件將對地緣政治，特別是美中關係產生重要影響，包括台灣選舉以及美國總統選舉，均可能對美中關係及區域穩定性帶來衝擊，而川普可能再次參選對美中關係帶來更多不確定性，即使以中國角度也是如此。

（二） 地緣政治對全球投資趨勢影響：

講者聚焦於地緣政治緊張如何影響投資決策和資本流動，投資者需要對地緣政治風險進行更深入分析了解，並採取相應策略來應對潛在風險。

首先在地緣政治緊張氣氛加劇下，投資者對於對投資報酬疑慮提高，風險來自地緣政治局勢高度不確定性，例如美中緊張關係以及中國對台灣政策。講者提到，無論是中國與菲律賓南海衝突，或者中國對台灣軍演態度轉趨強硬等，大幅提高投資者對地緣政治風險的風險意識。

講者舉例說明美中緊張關係對投資策略的實際影響及挑戰，例如部分投資者在評估被投資企業的地緣政治風險後，考慮將投資地區由中國外移至其他地區，嘗試建立亞洲新興市場不含中國投資組合，但發現台灣權重將大幅上升，而削弱新投組降低地緣政治衝突風險能力，儘管如此，這種嘗試反映專業投資者需要也試圖透過尋求多元化投資策略來降低地緣政治風險。

另一方面，美中競爭局勢也擴散影響到鄰近市場，例如印度、日本被看作是這場大國競爭中重要參與者，選擇偏向美國或中國會面臨不同挑戰與機會，這些國家需要在維持與美國和中國的良好關係，以及保護自身國家利益間找到平衡。以印度為例，印度與美國軍事合作逐漸增強，但仍同時尋求與中國保持穩定經濟合作關係。對於印度、巴基斯坦和斯里蘭卡等國家，美中緊張關係可能因影響這些國家與兩大強國關係，進而影響這些國家的投資吸引力，例如隨著全球供應鏈重組，越南及墨西哥等國家可能受惠於成為替代出口製造中心。

此外，在地緣政治緊張背景下，ESG 重要性反而被提升，考慮 ESG 因素對投資者來說越來越重要。另外儘管存在區域內部緊張氣氛，目前許多國家仍嘗試在氣候變遷、環境保護和地區安全等議題上進行國際合作。

(三) Q&A 摘要：

現場提問是否認為目前金融市場已將潛在地緣政治風險納入股市及債市等評價？講者認為沒有，市場尚未實際反映潛在地緣政治風險。講者表示美中緊張局勢緩和有望持續 12 到 18 個月，美國總統選舉接近將有助雙方維持緩和氣氛，但許多事情可能會破壞這種緩和情況，特別是明年台灣選舉。此外講者表示不認為近期台海會爆戰爭，但當事情真的發生，局勢可能會在一夜之間迅速升級惡化，目前為這種風險做準備相當困難。

主題九：阿達尼事件之後-經驗學習及印度公司治理改革

Post Adani : Lessons learned and CG reform in India

- ❖ 主持人：Sharmila Gopinath（印度專家顧問，ACGA，科奇）
- ❖ 講者：Debanik Basu（新興市場負責人-責任投資與治理，APG 資產管理，香港）
- ❖ 講者：Sandeep Parekh（董事總經理，Finsec Law Advisors，孟買）
- ❖ 講者：Ruchi Biyani（責任投資與治理分析師，Janus Henderson，倫敦）

本場次會議主題雖然為印度阿達尼(Adani)事件，但刻意避免聚焦於事件本身發展及真偽評析等，而將討論焦點集中在從阿達尼集團事件所能學習的公司治理經驗，探討監管機構和投資者應扮演監督角色、印度市場與其他已開發市場差別，以及投資者與監管機構對於印度公司治理應優先關注議題。

(一) 阿達尼事件簡介 (補充資料)：

以下阿達尼事件簡介非本場次會議內容，但為使本報告內容完整且較易於閱讀理解，爰另參採國內外報章雜誌報導評論彙整摘要作為補充。本報告對阿達尼事件之雙方辯駁真偽討論不表立場。

印度阿達尼集團成立於 1988 年，以商貿公司起家，其後發展港口基建、運營及物流業務。在印度政府支持下，於全球各地積極投標基建項目，成為中國一帶一路倡議的重要競爭者。截至 2022 年，阿達尼集團年營收達 330 億美元，全球員工逾 2 萬名，成為橫跨基建、物流及能源產業的大型跨國集團，對印度近年經濟發展具關鍵重要性。集團創辦人阿達尼（Gautam Adani）在 2022 年一度成為亞洲首富，全球第 2 大富豪，身價逾 1,480 億美元。

2023 年 1 月，美國知名做空機構興登堡研究(Hindenburg Research)發布逾百頁公開研究報告，指控阿達尼集團涉嫌會計詐欺及股價操縱，利用境外空殼公司哄抬股價、違背印度持股規則、承擔巨額負債等，導致集團股價暴跌、公司被迫取消新股認購計畫，國際信評機構下調信評展望，並引發市場對印度金融監理不信任感。阿達尼集團隨即否認指控，反擊興登堡研究報告以不實指控犧牲投資者利益，透過做空股價獲得巨額報酬，並提升到國家層次，指責興登堡研究意圖打擊印度經濟成長和印度主管機構公信力。

(二) 投資人在印度市場面臨挑戰：

阿達尼案件揭露出多項投資者和監管機構應關注問題，包括股價操縱、未公開揭露的關係人交易、交叉持股和融資情形等，突顯現行公司治理制度

存在漏洞。講師以此為例，提供投資者進行公司治理研究時的策略。首先投資人應從公司基本面研究開始，然後尋找與其他同業重大差異、不合理或應改進之處，然後與公司管理階層進行對話，並與其他投資者合作提高話語權，最終使用投票權利或決定是否繼續投資。

以上公司治理研究是建立在主動投資策略前題下，然後目前印度市場的外國投資多採用被動投資策略，例如追蹤指數型基金，這種被動型投資策略雖仍會有基本監督和審核，但難以進行與主動投資策略相同水準的盡職調查，這使得投資者及投資經理人對公司治理影響力減弱。

在與公司管理層進行對話方面，已開發市場投資人相當仰賴能透過與公司管理層及董事對話來了解公司運營情況，然而印度投資人與董事會成員溝通管道相當有限，特別是家族企業型公司，家族控股公司的內部治理及決策過程往往缺乏透明度。在印度及其他新興國家，推動獨立董事與投資人建立有效溝通是實現良好公司治理的關鍵，需要有制度支持來保障獨立董事與投資人溝通管道有效性，若缺乏對話管道，將使獨立董事作用減弱。

此外，由於家族企業在印度市場相當普及，多數持股經常集中於家族成員，經營控制權集中在少數幾個家族成員手中，導致其他股東聲音難以被聽取，因此投資人即使擁有投票權，能發揮效用有限。此外，已開發國家投資人較習慣於聯合投資人力量，集體議合，但講師觀察到印度國內投資者對此類合作較為抗拒，海外投資人則相對心態開放，這增加國際投資者在推動公司治理方面的挑戰。

(三) 印度法律框架的挑戰：

會議中討論到對印度公司治理法律和監管框架的評估。公司治理制度在印度等新興國家會面臨個別市場的特殊挑戰及限制，以印度為例，受到文化背景影響，當地法律制度極為複雜，且相關法律遵循及法律服務費用極為昂貴。隨著印度法律制度逐年完善，近年在投資者保護方面取得進步，但仍存在合約執行等問題，特別是需要透過司法訴訟程序以保障合法權益情況。

此外，理論上印度有集體訴訟可能性，但考慮到當地複雜法律環境及文化背景，導致執行集體訴訟難度極高，法律制度及規定複雜性實際上導致集體訴訟難以執行。此外，印度市場的法律服務費用極為高昂，昂貴法律成本可能阻礙法律追訴和糾紛解決，對企業和投資者來說都是重大挑戰，限制公司及投資人透過司法程序追求正義和解決爭端能力。

總結來說，對於阿達尼事件討論，揭露投資人在印度市場所面臨的額外挑戰。即使對於主動投資者，投資人在印度市場都面臨與董事溝通管道不

足、家族企業決策透明度不足、家族企業持股集中減弱投資人持股影響力、法律服務成本高昂、集體訴訟實際執行困難等盡職治理困境；更遑論多數國外投資者採行被動投資，更大幅削弱投資人監督能力，這些困境突顯法律制度對公司治理重要性，特別是在推動公司治理透明度及保障投資人實際獲得法律保護能力方面的重要性。

第三章 心得與建議

本次會議中，來自不同國家、不同背景的講師透過一系列主題演講、座談和辯論深入探討亞洲地區在公司治理領域所面臨的共同及獨特挑戰，講師們對於投資策略和公司治理的寶貴見解讓人受益良多。依據會議內容，以下列舉投資人可從中學習採行的幾項具體建議：

(一) 加強公司基本面研究及關注 ESG 實踐

機構投資人應加強對公司基本面研究，並關注被投資公司在 ESG 各面向表現，深入了解和評估公司治理結構、財務透明度以及市場環境對於作出明智的投資決策至關重要。透過基本面研究，可提前辨識公司治理中的潛在欺詐行為，具體做法為深入理解公司業務模式、運營方式及其治理結構，這些對早期識別公司運營模式潛在風險非常關鍵；另通過檢視公司治理情形和財務報告，可以早期發現潛在財務危機和詐欺，早期警示訊號包括異常財務報告模式、異常財務數據和管理層不透明行為等。

此外，指數型被動投資策略雖因低管理費、高市場覆蓋率等因素於近年盛行，惟在特定新興市場等多數外國投資人均採行被動投資策略型時，將因難以進行與主動投資策略相同水準的盡職調查，這使投資者及投資經理人對公司治理影響力減弱，也可能錯失發現潛在財務危機和詐欺行為機會，因此應將被動投資策略的侷限性納入投資策略規劃的綜合評估考量，適時採取更靈活、全面性投資方法。

(二) 強化區域市場差異分析研究

從會議中提及的全球股市交易所競爭，以及不同市場國營事業治理模式可以觀察到明顯區域市場差異，意即投資人在進行全球投資時，必須將不同市場獨特性納入考量。首先，市場競爭可能導致不同股市交易所採取不同監管策略，為了吸引公司上市，某些交易所可能會降低監管標準，因而削弱投資者保護，但市場競爭也可能促使某些交易所提高治理標準，增強市場的透明度和效率，這類市場可能提供更穩定和安全的投資環境，因此投資人在進行研究分析時，應關注被投資公司所在市場監管環境和治理質量。

此外，國營事業的治理模式和改革進程在不同市場中也存在顯著差異，這些差異反映了各自市場的經濟、政治和社會環境，對於評估企業的長期穩定性和成長潛力至關重要。投資者需要對這些國營企業的治理結構、透明度和市場導向進行詳細評估，以確保其投資決策符合長期穩定和永續增長的目的。

標，此外，透過深入分析了不同市場治理結構、監管標準和市場特性，投資者能夠更好地管理全球投資風險，並做出更明智投資決策。

(三) 促進董事會多樣性和獨立性

從獨立董事作用和董事會多樣性優勢可以說明為何投資人應積極促進董事會的多樣化和獨立性。首先，獨立董事可以提供不受公司內部影響的客觀觀點，強化董事會監督管理層作用，並對公司策略和治理提出建議。獨立董事有助於確保董事會決策是為追求所有股東的最佳利益，而不非優先考慮公司管理層或特定利益集團。

董事會的多樣性也對董事會能發揮功效影響重要，一個多元化董事會集結來自不同性別、種族和專業背景成員，從而提供更廣泛視角和專業知識，多樣性有助於從不同的角度審視問題、促進創新思維和提供額外風險辨識機會，這助於公司提前識別和因應潛在的挑戰和機會。

鼓勵董事會的多樣性和獨立性對於提高公司治理水平、保護股東利益以及實現長期投資回報具有重要意義。投資人通過支持這些治理原則，不僅有助於增強所投資公司的治理結構，也能夠提升整體投資組合質量和表現。

(四) 積極參與股東會與投票

當投資者參與股東會與投票時，能夠直接影響公司關鍵決策，例如董事會成員的選舉、重要政策的制定，以及公司的整體戰略方向。這種主動參與確保投資者能夠對公司治理強化產生積極作用，例如督促公司積極改善治理結構、強化永續報告內容及質量、提升董事會多樣性及獨立性、對公司策略和運營進行有效監督，從而提高公司治理整體水準。

機構投資者應制定明確的投票政策，關注公司治理、財務表現及其對環境和社會的影響，透過與公司管理層的定期對話，更深入了解公司治理實踐和策略，在股東大會上更有效地行使投票權，甚或聯合其他投資人共同表達意見，這類積極股東行動主義均有助增進投資者的長期利益。

(五) 加強對中型企業的關注

中型企業通常處於快速成長階段，具有較大擴張空間和技術創新潛力，往往在市場動態和產業創新趨勢中扮演重要角色。對於尋求高成長潛力的長期投資者而言，中型企業提供高成長潛力的投資機會，中型企業規模也使公司能夠更靈活地適應市場變化。

機構投資者在投資中型企業時應評估其公司治理結構、市場地位、成長策略和創新能力。投資於治理良好的中型企業不僅可以獲得較高的成長潛力，而且還可以促進這些企業的長期穩定發展。有效的治理結構、清晰的權責分配和高效的內部控制系統對於降低企業運營風險、提升透明度和增強投資者信心至關重要。因此投資中型企業不僅提供參與企業成長和創新過程，也可以透過積極參與公司治理，影響其公司長期發展。

通過上述加強公司治理水準的策略和行動，投資者可以在促進良好公司治理的同時，能為投資組合創造價值，並對整體市場健康發展產生正面影響，符合本局致力於深化社會責任和永續經營的相關投資策略方向。相信透過對公司基本面的深入研究和關注 ESG 實踐、加強區域市場差異分析、促進董事會多樣性與獨立性，以及積極參與股東會與投票，能有助提升經管基金長期價值，從而為廣大基金受益人創造更高的經濟生活保障。