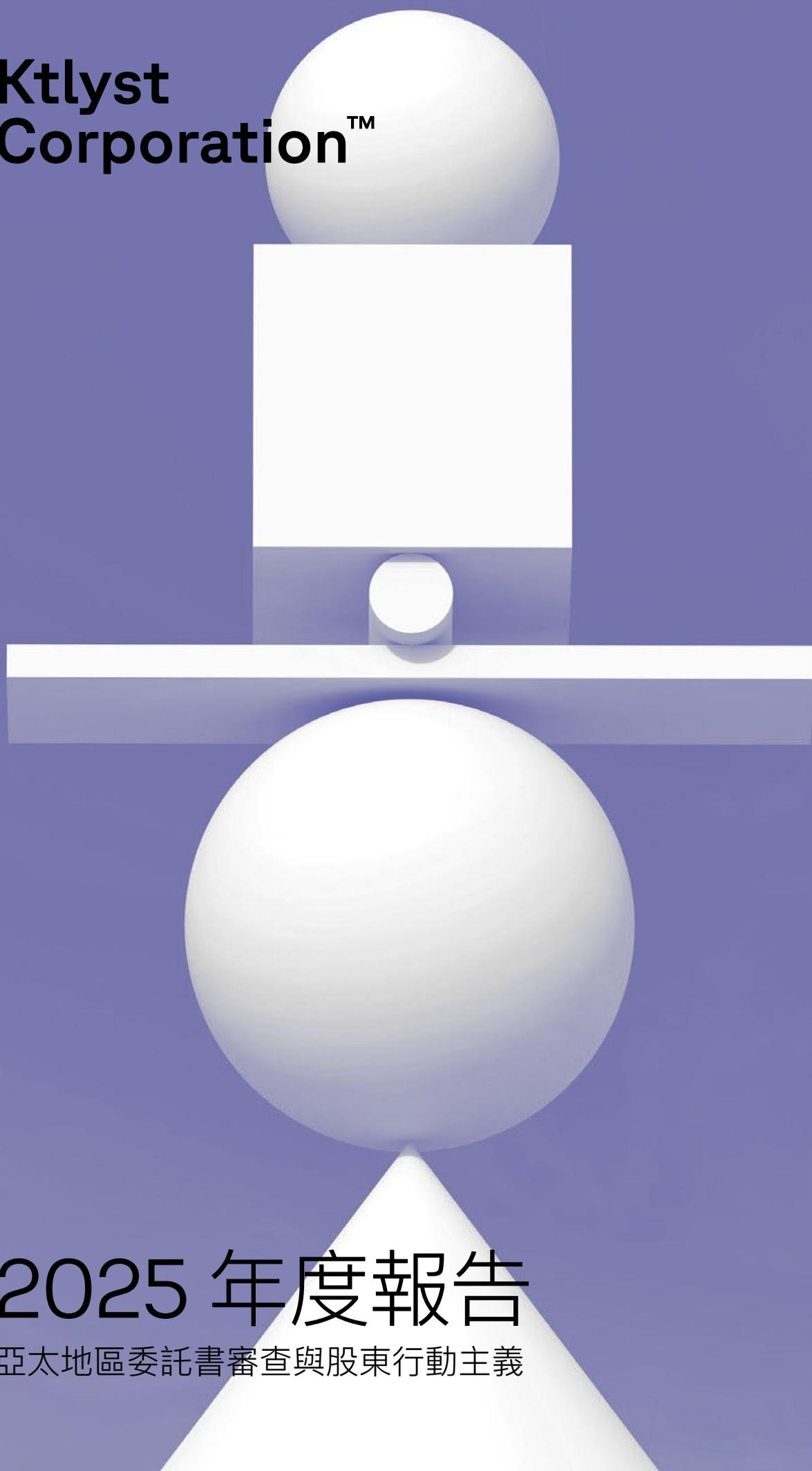
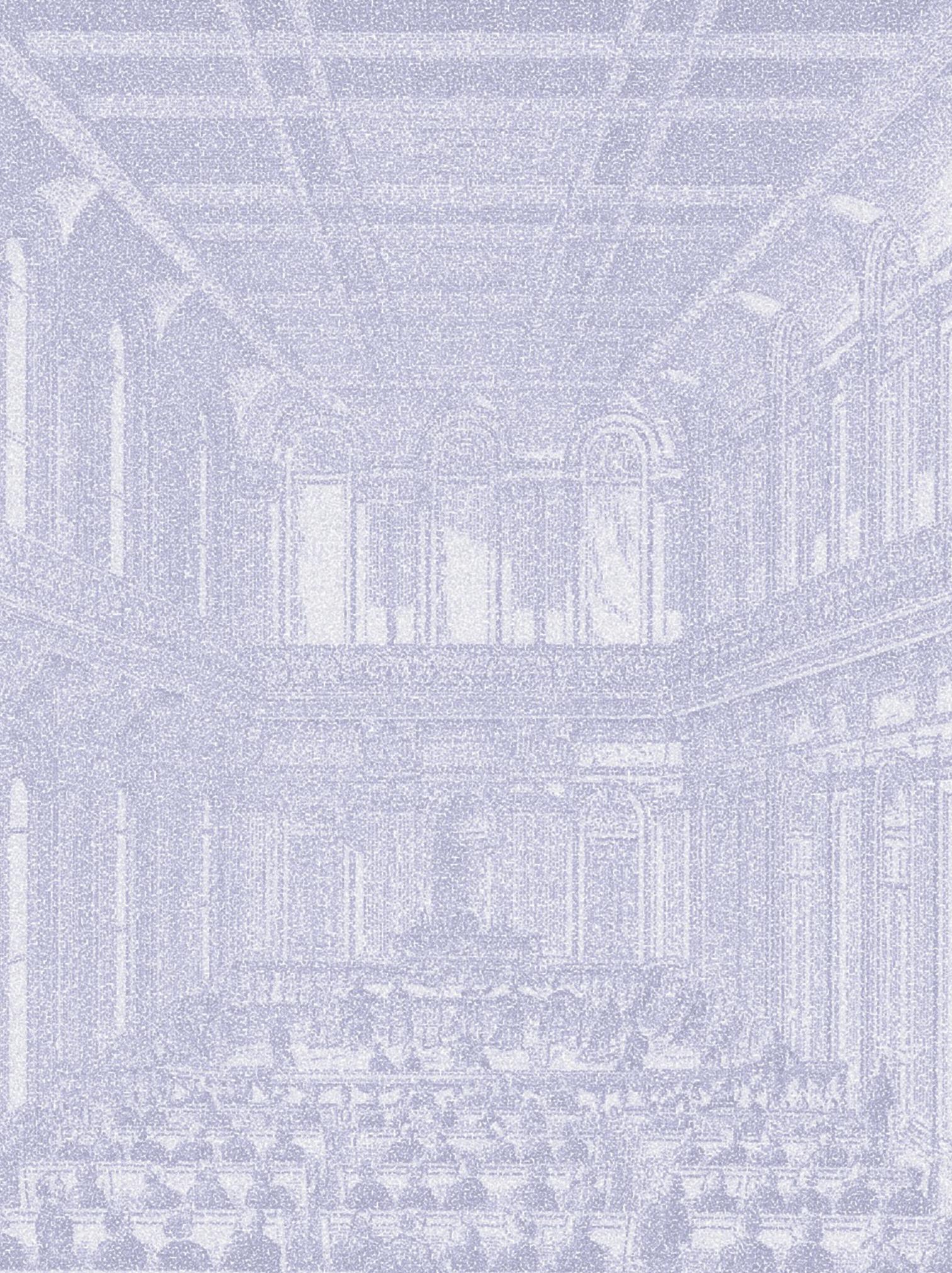


**Ktlyst
Corporation™**



2025 年度報告

亞太地區委託書審查與股東行動主義



2025 年度報告

亞太地區委託書審查與股東行動主義

股東權力工程 · 治理情報 · 資本市場分析

2026 年 2 月

雪梨 · 臺北 · 上海

聲明：本報告為公司治理與股東行動主義之研究型報告，旨在提供制度觀察與市場分析，不涉及任何個別證券之投資評價。

總經理的信

敬啟諸位利害關係人：

（本報告僅從制度與公司治理角度分析股東權利的運作機制。）我們認為每家上市公司，皆存在於一個股權結構以及治理結構的力場之中。持股賦予權利；權利產生影響力；影響力若透過公司治理結構加以運用—投票、提案、召集請求、公開收購、董事提名—即轉化為權力。當此權力在量能與精準度上達到一定臨界值，便足以改變公司的命運走向。

這一點在概念上本已廣為人知。然而，鮮有人嘗試將此等力場作為嚴謹量化與設計的對象。公司治理作為一門學科，已建立起龐大的規範性理論體系、法律架構與合規基礎設施。然而，它所欠缺的，是對力場本身的科學化研究—即對潛在持股權利如何轉化

Ktlyst 正是為填補此一缺口而成立。我們將這門缺失的學科稱為「股東權力工程」一個經過審慎選擇的術語，係指對公司治理制度與股東權利運作機制的分析方法，並不涉及任何投資策略建議。工程，既非倡議，亦非批判，而是將系統性量化方法應用於一個迄今仍以定性、軼事或意識形態方式加以描述的現象。

（或未能轉化）為公司結果概率變化的系統性闡述。

2025 年是亞太地區股東行動主義的重要里程碑。2023 至 2025 年間，僅臺灣一地就有至少 16 家上市公司捲入已確認的控制權爭奪戰，涉及委託書徵求、敵意公開收購、策略性運用股東會召集權、白衣騎士防禦，以及多方共同持股累積等各類戰術。2023 年的股東會季，在單一年度內即爆發 8 起糾紛，創下歷史紀錄最高密度。放眼整個亞太地區，2024 年全球共有 160 位行動股東發動行動，其中 45 位屬首次出手。

本年度報告嘗試全面梳理亞太地區股東行動主義現況，並對四大亞太市場—臺灣、中國大陸、香港、澳洲—進行整合性分析，涵蓋各管轄區之法律框架、公司治理架構、近期監管改革及指標性案例，深入呈現各市場股東權力場域的全貌。本報告凝聚了本公司橫跨雪梨、臺北、上海之跨境法律、股務及公司治理顧問網絡的集體專業智識。

我們面前的市場發展空間規模龐大。治理、風險與合規平台市場預計於 2032 年達到 329 億美元的規模，而亞太地區正是成長最為迅速的區塊。Ktlyst 建構的專有分析基礎設施—整合公開資訊持股變化分析、委託書爭奪案例研究，以及董事選舉結構模型持股累積，以及顧問諮詢服務—使本公司具備充分能力，把握此一發展機遇。

展望未來，我們懷抱信心與使命感，迎接新的一年。

馬紹恒
總經理，Ktlyst Corporation
法律博士 / 律師

執行摘要：定義2025年的六大發現

監管改革是推動股東影響力的核心權力結構變動之一。日本與韓國的監管改革，已成為影響股東對上市公司治理監督能力的主要驅動機制之一。

1 臺灣提供亞太地區（乃至全球）最高解析度的治理數據環境

每日機構法人揭露、券商級別交易排行，以及集保結算所的交割記錄，使治理分析達到前所未有的精細程度—堪稱發展股東權力工程方法論的天然實驗室。零售投資人因此具備對上市公司施加重大影響的潛力。一方面使得公司董事會能藉由透明的數據提前預警可能的行動股東治理挑戰，另一方面也使得行動股東更能分析上市公司的真實治理狀況。

2 中國大陸的行動股東生態系統可能正加速成熟

歐洲公司治理研究所統計，2007 至 2023 年間共有 156 起重大行動派行動，其中三分之二集中於最近五年，呈指數型而非線型成長。2024 年 7 月生效的《公司法》修正案，大幅降低了股東行動主義的法律阻力，開啟了一個規模空前的市場。但不可不注意的是中國大陸市場及監管特殊性可能抑制行動股東的挑戰能力。

3 經驗積累、分析能力與在地知識，是 Ktlyst 的核心價值

Elliott Management、Oasis Management、Palliser Capital 等跨境行動股東，正以日益加快的頻率在亞太地區各市場部署資本，ESG 驅動的股東參與更以超過 20% 的年複合成長率擴張。四大市場的共同現象是：股東權力工程所需的原始數據已大量存在，但整合性的分析系統尚付之闕如。

4 澳洲的制度架構放大了少數股東的聲音

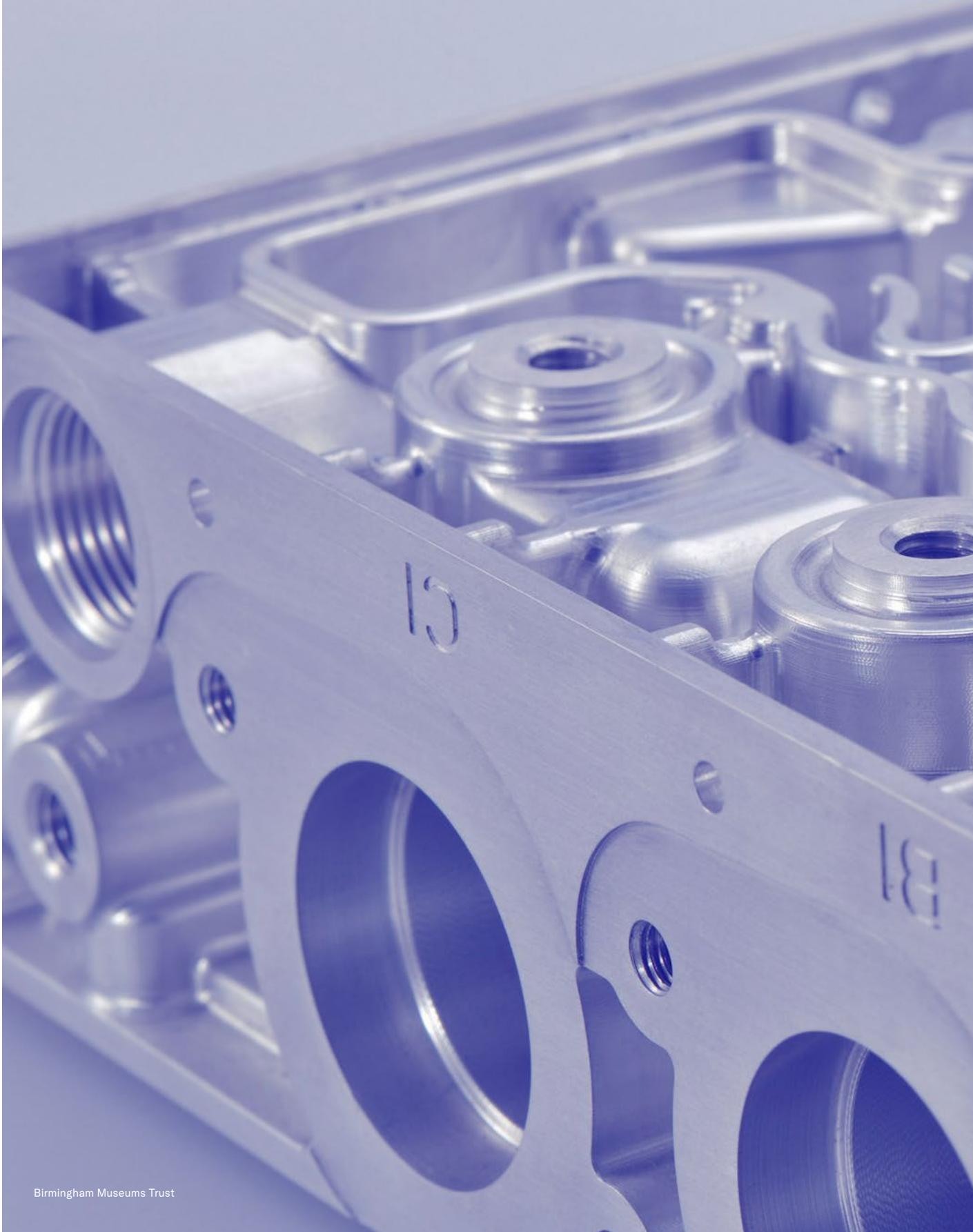
澳洲約佔亞太地區行動派行動的 25%，其退休基金主導的持股架構（比例達 34% 且持續攀升），自然地降低了集體行動的組織阻力；而全球獨一無二的「雙振規則」則將分散的不滿情緒轉化為具有拘束力的治理後果。使得澳洲資本市場成為具有股東保護優勢的市場，行動股東較能透過法令及治理結構發揮其影響力。

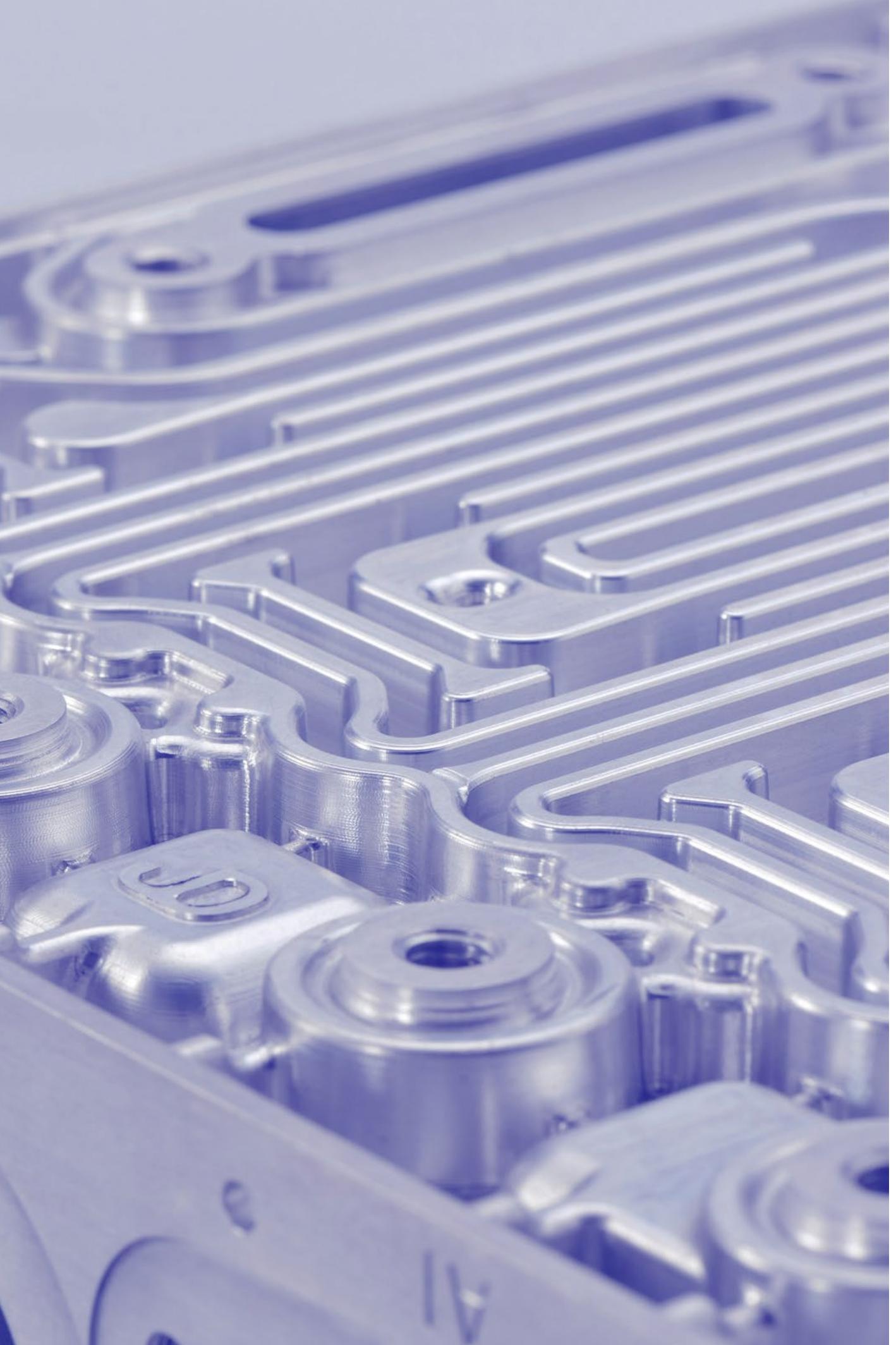
5 香港的治理悖論持續深化

香港 2024 年共有 16 起公開行動派行動，創下歷史高點，但同時面臨低程序阻力與高資訊阻力並存的矛盾—後者源於名義股東架構及 80 至 90% 上市公司呈現的家族集中持股結構。

6 成熟發展的治理機制兼具攻防雙重屬性

股東得以藉此將持股轉化為公司影響力；上市公司同樣得以援引相同框架，隔絕決策過程於股東壓力之外。





1. 股東權力工程框架

如同水力工程透過繪製力量、阻力與渠道幾何形態，來判斷水流在地景中的流動方式，股東權力工程探討的，是影響力如何在特定市場的制度架構中被產生、傳遞、放大、阻礙或耗散的力學機制。此一類比精確而非修辭：兩者皆涉及分散力量在結構化環境中的行為，且皆需要針對力量傳遞介質加以校準的量測系統。

1.1 力場的三項特性

一、權力是連續的，而非離散的

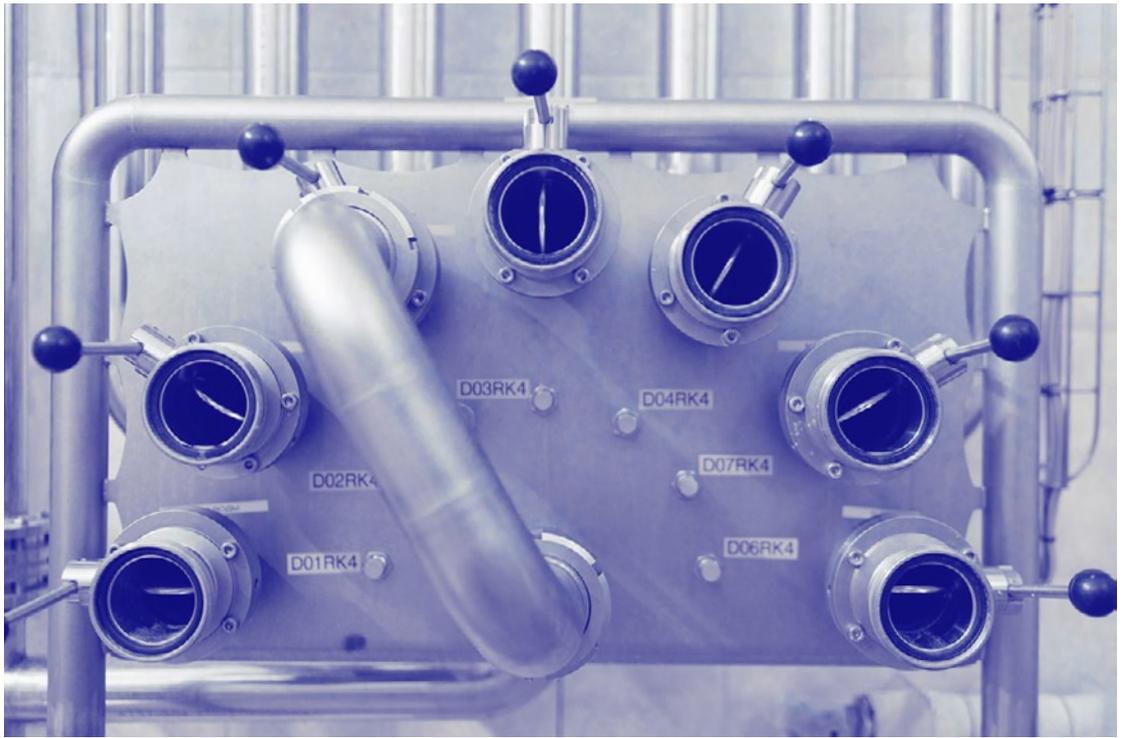
傳統治理語言將權力視為二元一控制權非得即失，決議非通過即否決。然而，現實是股東權力是一個沿著時間發展的連續體，理解這個連續體，是公司治理從「政治」邁向「工程」的關鍵分野。

以龍邦集團在泰山經營權案的持股累積歷程為例：當龍邦首次取得 5% 持股時，成功挑戰董事會的概率微乎其微；達到 20% 時，此概率已具實質意義；達 35% 時，勝算已然過半；達 48% 時，結果幾乎確定。權力並非在某一特定門檻上一次性移交，而是在可觀測的概率地形上，持續且可量測地逐步遷移。股東權力工程的任務，正是盡可能即時描繪此一地形，並且根據經驗以及知識，試圖塑造影響權力流動的地貌。

二、權力遭遇結構性阻力

持股轉化為影響力，從非一帆風順。阻力沿四個可識別的維度分布，各維度均可量化比較，並可跨市場追蹤：

資訊阻力 (Informational Resistance)：衡量持股結構的可觀察程度。雖然上市公司在股東會基準日前後可取得股東名冊，但名義股東帳戶、交叉持股及分散積累等策略，往往遮蔽了實際持股影響力的全貌。臺灣原訂 10% 的申報門檻（2024 年 5 月已下調至 5%）曾形成資訊遮蔽帶；香港的名義股東架構則透過多層中介層模糊化實質受益人身份，使其成為亞太地區資訊阻力係數最高的市場。



Getty Images

程序阻力 (Procedural Resistance) : 反映投票行使所需的時間、複雜度及基礎設施成本。臺灣已強制推行電子投票，大幅降低此係數；然而，委託書徵集渠道仍高度繁瑣，形成投票便利性與選民動員難度之間的不對稱。

組織阻力 (Organisational Resistance) : 量化分散股東走向集體行動的協調難度。在新光金融案中，53% 的持股由未協調的散戶投資人持有，構成龐大的潛在力量——一個缺乏協調基礎設施以將自身轉化為定向力量的影響力儲水庫。惟目前台灣有三間委託書徵求通路廠商，能夠降低散戶股東的組織阻力。

法律阻力 (Legal Resistance) : 涵蓋束縛、引導或禁止特定股東權力行使的監管限制。中國大陸針對超過 5% 持股的強制性交易凍結，創造了獨特的法律阻力——既約束了隱匿性積累行為，同時放大了每筆申報部位的信號傳遞價值。

三、流動須有實證支撐，方能與雜訊有所區別

並非每一次持股變動皆預示著一場持股累積；並非每一份股東提案皆代表即將到來的爭奪戰。工程層面的核心問題在於「辨別」：如何從資本在系統中日常隨機流動的背景雜訊中，萃取出代表策略意圖的信號。這需要基於系統性實證的統計分析，而非定性專家意見——而這正是 Ktlyst 分析引擎的核心設計目標。

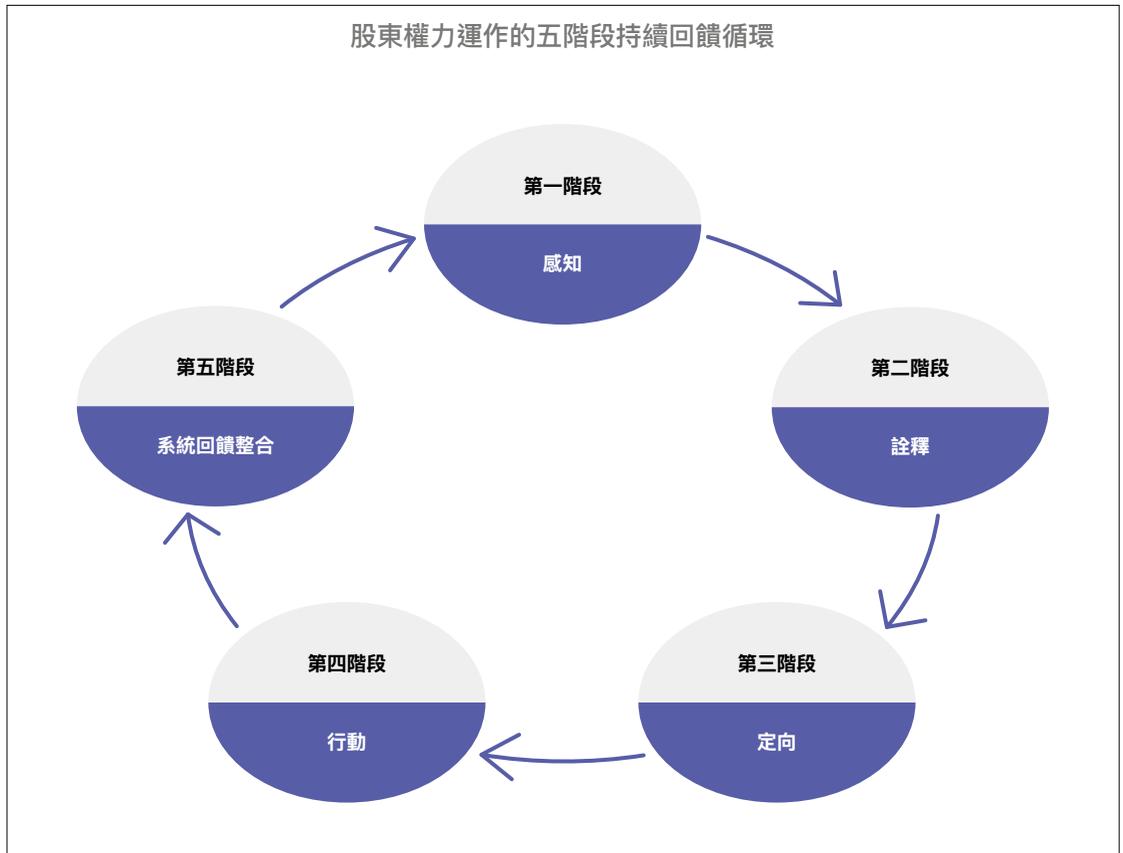
1.2 治理基礎設施



The New York Public Library

引導持股轉化為影響力的治理架構，同時也允許控制公司機器者，將權力從股東手中轉移—治理機制從非中立的基礎設施，而是控制權方程式雙方均可加以運用的爭奪地帶

1.3 治理情報循環



治理情報循環

股東權力並非以單一事件運作，而是透過一個持續的五階段回饋循環展開，每個階段均將資訊導入下一階段：

感知 (Perception)：對市場全境的持股拓撲、交易行為、市場情緒、機構法人部位，以及監管變化進行持續監控一構成治理情報的原始感知層。

詮釋 (Interpretation)：運用博弈論分析、蒙地卡羅模擬及敏感度建模，將感知到的變化轉化為概率性評估。

定向 (Orientation)：將概率性評估映射至各利害關係人—董事會、行動派、機構投資人—的決策場景。

行動 (Action)：在動態系統中執行治理決策，並隨新數據即時更新結果概率。

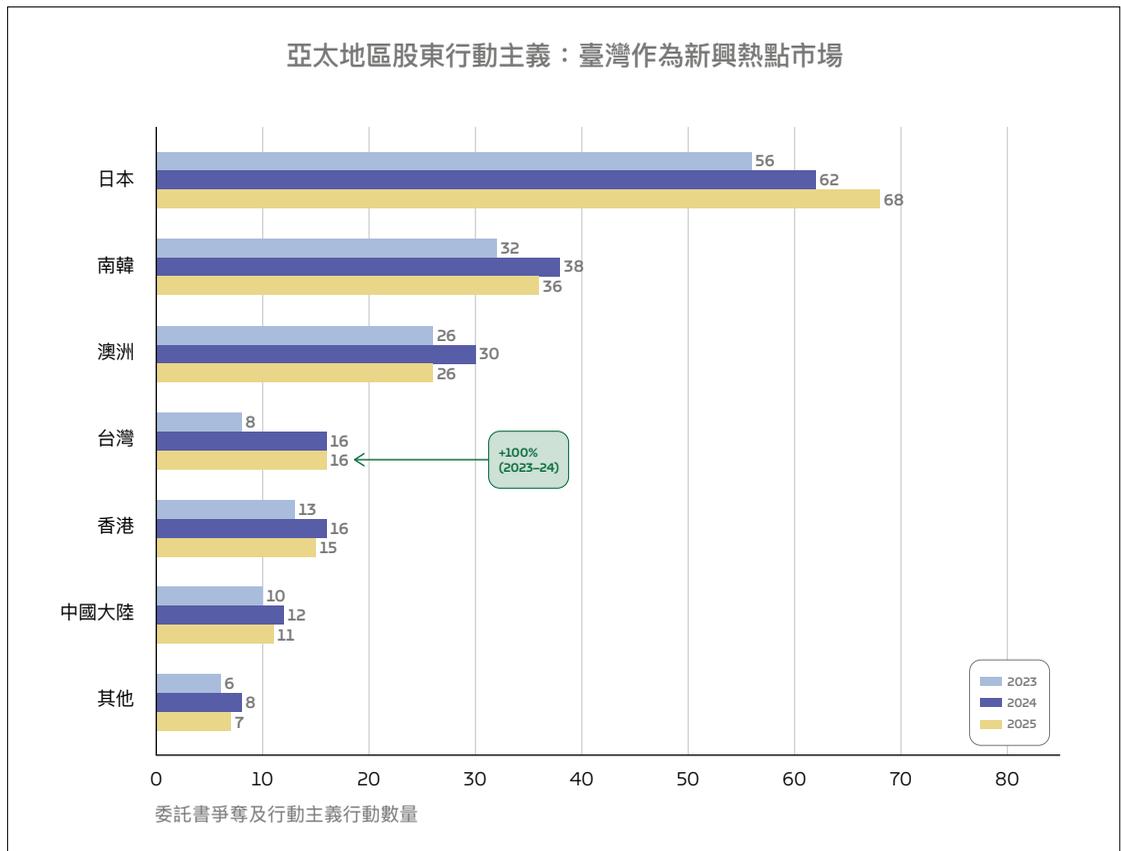
系統回饋整合 (Incorporation)：將已完成事件的回饋導入系統的未來感知能力，在歷次循環中持續積累辨別能力。



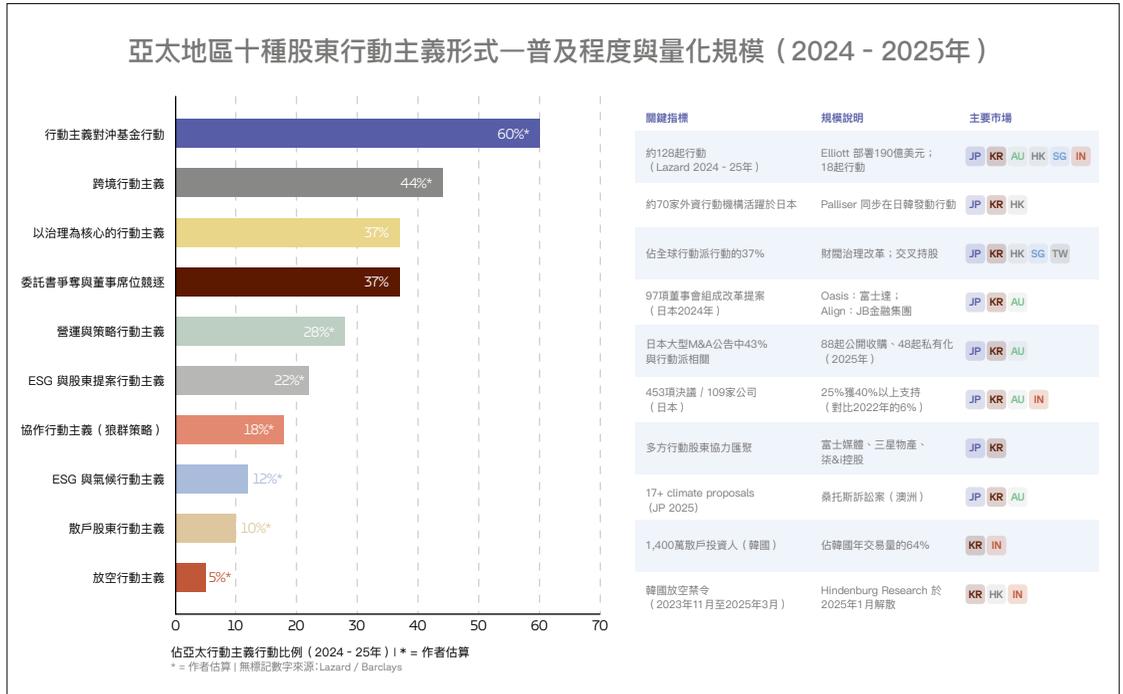


2. 亞太市場概覽

本報告考察的市場，除了對整體亞太地區的行動股趨勢外，也選擇了亞太地區的四種截然不同的股東權力場域配置—四個展示不同阻力結構與治理架構如何產生根本差異化之行動主義動態的自然觀察樣本。每個市場均已演化出其獨特的制度架構、監管哲學與持股文化，共同構成理解治理權力在不同條件下運作的完整實驗場域。



2.1 行動股東分類：亞太地區十種股東行動形式



在逐一考察各市場之前，有必要先理解目前活躍於亞太地區的行動股東策略廣度。這個曾一度由單一原型——即尋求資本回報的西方對沖基金——主導的場景，已演化為由十種截然不同行動主義形式構成的複雜生態系統，各自援引不同的影響力機制。

行動主義對沖基金

此形式在所有主要市場中仍居主導地位。在日本，外國基金（Elliott、Oasis、Dalton、ValueAct、Palliser、Farallon）與本土行動股東（Strategic Capital、村上系實體、Effissimo）均維持持續性行動。韓國在五年內被針對的本土公司從2020年的10家激增至2024年的66家，增幅高達560%。澳洲2024年有56家公司遭到挑戰，行動主義對沖基金在已解決的行動中達成目標的比例從一年前的16%躍升至今年度的25%。

委託書爭奪與董事席位競逐

董事席次取得層面的行動主義急劇升溫。日本2024年共有97項提案要求調整董事會組成，較前一年的58項大幅增加。指標性勝利包括：Oasis將富士達（Fujitec）五位現任外部董事中的三位驅逐

出局；Yamauchi-No.10 家族辦公室在東洋建設取得九名提名人中的七席；Strategic Capital 在大同毛織（Daidoh Limited）奪得三個董事席位。在韓國，Align Partners 於2024年在JB金融集團置入兩名董事——創下韓國金融業史上首例。台灣的爭議案件多半為此種類型。

以治理為核心的行動主義

治理訴求已佔全球股東行動的37%。在日本，核心戰場是交叉持股的解除，主要保險公司承諾於六年內全面退出交叉持股。在韓國，財閥治理改革主導議程：Palliser Capital 識別出三星物產（Samsung C&T）交叉持股結構中高達250億美元的價值落差。在香港，80至90%的上市公司由家族控制，治理行動主義聚焦於獨立非執行董事的任期、一般授權規模，以及關聯方交易的審查。

營運與策略行動主義

分拆與資產剝離的訴求持續升溫。ValueAct與Artisan Partners推動柒&i控股（Seven & i Holdings）分拆7-Eleven便利商店業務。Elliott要求三井不動產（Mitsui Fudosan）出售其持有的東方樂

園 (Oriental Land) 股份，並推動關西電力每年出售 1,500 億日圓非核心資產。在澳洲，L1 Capital 促請桑托斯 (Santos) 拆分 LNG 資產；行動股東亦成功推動 Lend-lease 重聚焦於澳洲本土業務。

做空行動主義與散戶股東運動

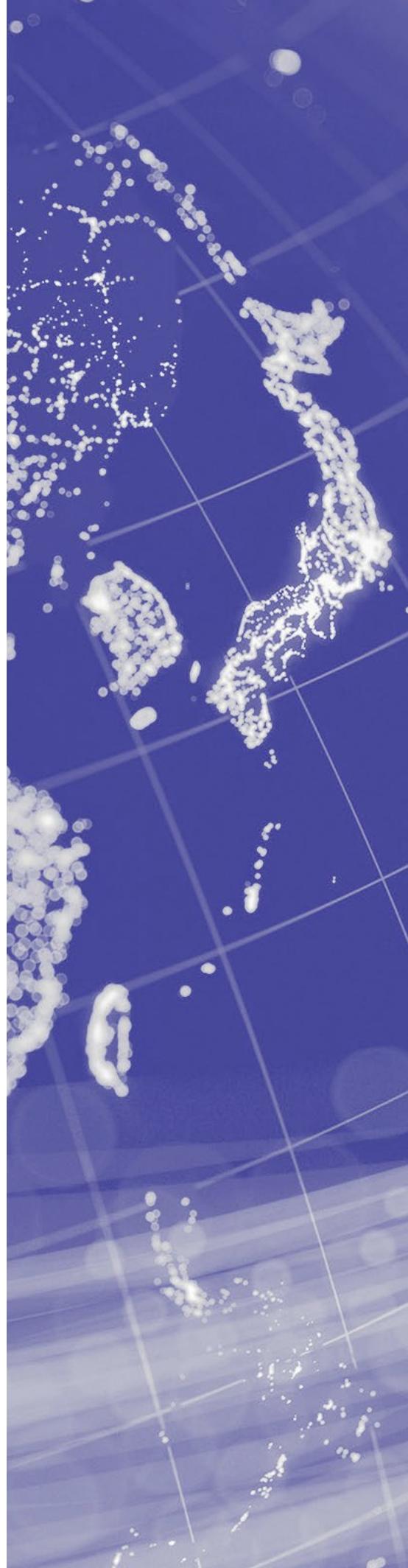
放空行動主義的角色雖不居首要，但具有催化效應。韓國自 2023 年 11 月至 2025 年 3 月全面禁止放空交易，此舉源於散戶投資人的強烈不滿——韓國 1,400 萬散戶佔年交易量的 64%，充分展現了其政治影響力。「Act」與「Bside」等數位平台已顯著提升了散戶的協調能力，形成韓國治理的新興力量。而在散戶同樣具備相似實力的台灣，散戶股東運動如何發展相當值得觀察。

跨境與協作行動主義

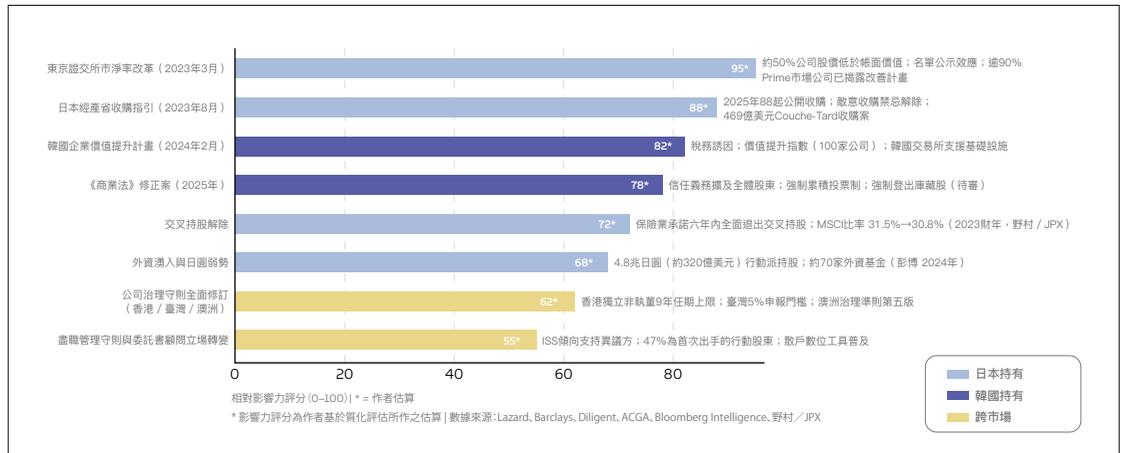
截至 2023 年底，約 70 家外國行動派機構在日本活躍。Palliser Capital 同時在韓國和日本發動行動。Elliott 更於 2026 年 3 月受日本最高商業遊說團體「經團連」之邀進行治理會談——此舉充分說明行動主義的主流化。多方「狼群」協作行動日漸普遍，多家機構協力施壓的目標包括富士媒體控股、柒&i 控股及三星物產。

ESG 與股東提案行動主義

日本在 2023 至 2024 年的股東會季，共向 109 家公司提交 453 項股東決議。支持度持續提升，獲得超過 40% 支持的提案從 2022 年的 6% 成長至 2024 年的近 25%。氣候提案已在亞太地區普遍化，而在美國引發的反 ESG 浪潮，在亞太地區並未產生明顯的對應現象。



2.2 塑造行動股東對於治理影響力的可能地貌



推動亞太股東行動主義浪潮的關鍵驅動因素 (2023 - 2026年)

2023 至 2026 年間，亞太地區見證了有史以來對股東權利影響最深遠的監管改革浪潮，這些改革既促進了行動派行動的發生，也放大了其影響力。

日本東京證券交易所改革：是單一影響力最大的監管催化劑。2023 年 3 月，東京證交所要求所有上市公司制定改善資本效率的計畫，目標針對近 50% 以低於帳面價值交易的公司。2024 年 1 月公布的合規名單形成「點名羞辱」效應——瑞穗首席股票策略師甚至稱東京證交所為「日本最大的行動派」。2024 年底，超過 90% 的「Prime 市場」公司已揭露改善計畫。日本經濟產業省 2023 年 8 月發布的《收購指引》（18 年來首次重大修訂），移除了敵意收購的禁忌色彩，並要求董事會對不請自來的收購要約給予「真誠審慎的考量」，直接催化了創紀錄的 M&A 活動，包括加拿大 Couche-Tard 對柒&i 控股提出的 469 億美元收購案。日本《盡職管理守則》最近一次於 2025 年 6 月修訂，《永續發展準則》亦於 2025 年 3 月生效。

韓國改革：從根本上強化少數股東的權利。「企業價值提升計畫」（2024 年 2 月）建立了稅務誘因機制、「價值提升指數」（100 家公司，2024 年 9 月）及韓國交易所的支援基礎設施。更具實質意義的修法來自《商業法》的兩次修正：第一次修正（2025 年 7 月）將董事忠誠義務擴及全體股東（而非僅限公司本身），提高獨立董事最低比例，並要求大型公司採行混合制股東

會。第二次修正（2025 年 8 月）對資產超過 2 兆韓圓的大型上市公司強制導入累積投票制，否定先前的退出條款。第三次修正草案則要求強制登出庫藏股，防止公司將庫藏股用於鞏固控制權。放空交易於 2025 年 3 月 31 日在暫停 17 個月後恢復，並納入新的保障措施及強化的懲罰機制。

香港聯交所公司治理守則全面修訂：（2025 年 7 月起生效），引入獨立非執行董事任期上限 9 年（含 3 年冷靜期）、最多擔任 6 家公司董事的「過度兼任」限制、強制董事培訓、雙年期董事會績效審查、董事會技能矩陣揭露，以及首席獨立非執行董事指定要求。2023 年 8 月廢除 H 股獨立表決機制一事，引起管理資產超過 40 兆美元的投資人強烈反對，但證監會保留了退市及私有化情況下的獨立表決機制。

澳洲：更新《ASX 公司治理準則》（第五版，適用於 2025 年 7 月起的會計年度），引入強化的董事會技能矩陣、薪酬追回條款，以及多元化考量。在澳洲永續報告準則（ASRS）下的強制氣候資訊揭露，已於 2025 年起適用於大型企業。

臺灣：將主要持股申報門檻從 10% 下調至 5%（2024 年 5 月生效），要求 2027 年前至少三分之一的獨立董事席次，強制所有上市公司從 2025 年起進行永續資訊揭露，並自 2024 年起在董事會層面引入性別多元化要求。

2.3 臺灣：全球最豐富的治理數據環境

若要將股東權力工程發展為一門嚴謹的學科，它需要一個實驗室。臺灣提供了這個實驗室。全球沒有任何其他市場，能在數據細粒度、監管透明度及案例史密度上同時達到如此水準，使系統性分析不僅可行，更顯出不可抗拒的必要性。

股東權利的法律架構

依據《公司法》規定，股份有限公司股東享有針對重要公司事項投票及參與盈餘分配等基本權利。此框架以門檻觸發機制為核心：持有已發行股份 3% 以上且持續持股一年以上的少數股東，得依第 173 條請求董事會召集臨時股東會。具有里程碑意義的 2018 年修法創設了所謂「大同條款」（第 173 條之 1），授予連續持股三個月且持有股份超過 50% 的股東，得不經由董事會或主管機關，直接自行召集臨時股東會之權力—此一規定在其後的控制權爭奪戰中，被證明具有改變格局的深遠影響。

股東會為公司最高意思機關。決議門檻因議案性質而異：普通決議須出席股數達已發行股份過半數，且出席股東所代表股份過半數同意；而涉及章程修訂、資本變動、合併及解散等事項的特別決議，則須出席股數達三分之二以上，並獲多數決通過。對決議有利害關係的股東不得就相關議案行使表決權；決議瑕疵分為無效、得撤銷及不存在三種類型。

董事會治理與信任義務架構

董事會為業務執行的法定、必設且常設機關。2018 年修法同時引入第 203 條之 1，賦予多數董事在董事長拒絕召集時自行召開董事會的權利—解決了長期以來在若干重要公司中造成公司治理癱瘓的僵局問題。董事負有忠實義務與注意義務，依《商業事件審理法》中的善意、充分知情、利益迴避、不濫用裁量權及業務監督等標準加以評估。

監管里程碑

臺灣的監管軌跡，持續朝著系統性降低阻力的方向演進：2018 年大同條款賦予多數股東直接召集臨時股東會的權利；第 203 條之 1 解決了董事會僵局問題；2023 年《證券交易法》修正，將獨立董事召集股東會的權利移轉至審計委員會，堵塞了一個潛在的濫用途徑。最具實質意義的是，2024 年 5 月將申報門檻從 10% 降至 5%，使臺灣與國際標準接軌，大幅降低了數十年來促成隱匿性持股累積的資訊阻力。

典型行動股東可能於臺灣的整合性操作框架：

行動週期前述機制並非獨立運作，而是在行動股東的週期中依序組合部署。以下框架呈現典型的操作序列：

	階段	主要機制	操作向量	偵測窗口
1	隱匿積累 (第1-6月)	低於門檻買入(證交法第43-1條)；一致行動人分散；股權性質衍生金融商品佈局	在5%申報觸發點以下建立經濟部位；運用多重券商分點及名義股東架構	3-12個月
2	持股門檻跨越 (第6-7月)	10天申報延遲窗口	跨越5%後繼續積累；首次申報揭露可能已達6-8%以上	7-10天
3	部位建立 (第7-12月)	公開市場買入；申報後的大宗交易；公開收購	向50%或足夠進行委託書徵求部位積累；透過逐步申報傳遞意圖信號	1-5天
4	召集期 (第12月起)	第173-1條(大同條款)或第173條請求	持股50%以上持續3個月可直接召集；低於50%則提出請求及申請金管會許可	公開記錄
5	委託書徵集 (會議前數週)	三渠道委託書徵集；電子投票；委託書顧問公司參與	壟斷徵集渠道；廣泛取得散戶委託書；爭取委託書建議支持	1-4週
6	選舉 (股東會當日)	累積投票；集中投票；法人提名	將全部票數集中於最少候選人；利用現任管理層票數分散的誤判	提前模擬
7	董事會奪取 (選舉後)	第203-1條多數董事召集；董事長更換	在15天內召開新董事會；更換董事長、執行長及授權簽字人	NA
8	鞏固期 (持續進行)	對前任董事提起衍生訴訟；決議效力爭議；策略性資產重組	追究前任董事會行為的法律責任；推行行動股東治理方案	持續進行

2.4 中國大陸：獨特的阻力結構



Curated Lifestyle

中華人民共和國呈現的治理場域，與其他任何市場截然不同——國家持股、快速的立法現代化，以及新興的行動文化，共同形塑出一個獨特且快速演化的阻力結構。

依據《公司法》，股東享有核心權利，包括資產回報請求權、重大決策參與權，以及管理層選任權。歐洲公司治理研究所統計，2007 至 2023 年間共發生 156 起重大行動派行動，其中三分之二集中於最近五年——印證了行動主義呈指數型而非線型成長的態勢。

董事會程序與決議架構

董事會採一人一票制。涉及公司重大利益的議案——包括新股發行、庫藏股買回、重大資產重組、超過規定門檻的對外投資、與控制股東的關聯交易，以及合併或解散提案——須由全體董事三分之二以上同意。股東會採「出席基礎」計算方式：普通決議須出席股東所代表表決權過半數同意，特別決議則須三分之二以上同意。

康美藥業案：司法分水嶺

康美藥業案是中國法律史上最具影響力的證券訴訟案。廣州市中級人民法院 2020 年的判決，代表中國首宗特別代表人訴訟——即

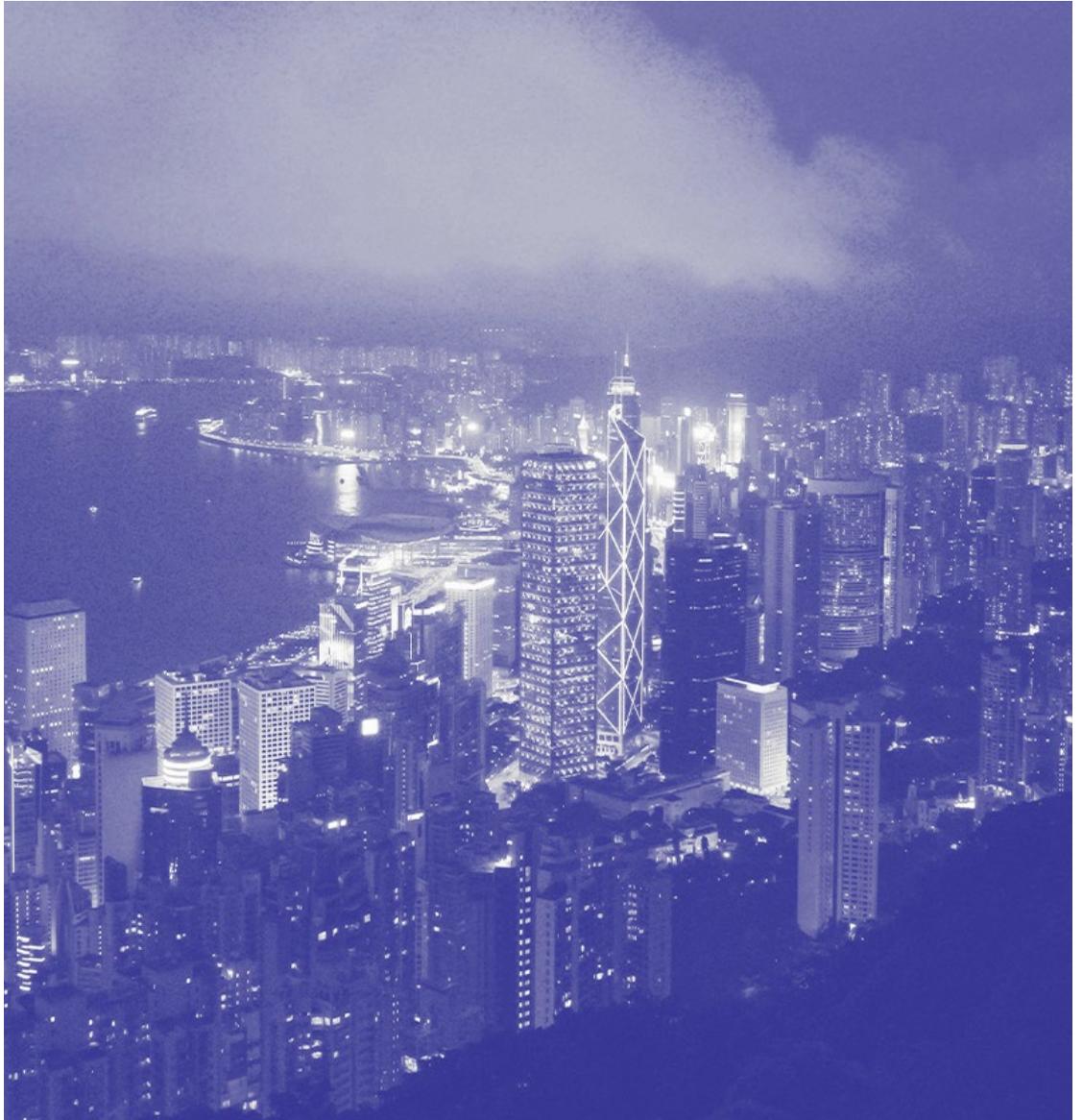
「默認加入、明示退出」的集體訴訟機制。逾 52,000 名投資人成為原告，合計獲賠約 24.59 億元人民幣。法院對公司實際控制人及高管人員判定全額連帶責任，同時認定五名未盡到勤勉盡責義務的獨立董事就損失額承擔 5% 至 10% 的個人責任——折算後每位董事的賠償金額高達數億元人民幣；審計機構正中珠江會計師事務所亦被判定 100% 連帶責任。

此判決引發的衝擊波，從根本上重塑了全國各地對獨立董事風險的預期，觸發各地對董事薪酬、責任保險及盡職調查標準的全面重新審視。更重要的是，本案確立了一個可複製的司法範本，適用於此後的證券民事索賠。

2024-2025 改革浪潮

2024 年 7 月施行的《公司法》修訂版，是數十年來規模最大的全面現代化改革。重要條款包括：將股東提案門檻從 3% 降至 1%、擴大累積投票適用範圍、強化衍生訴訟機制、引入「影子董事」責任、設定五年出資期限，以及允許審計委員會取代監事會。2025 年 10 月公布的《上市公司治理準則》進一步強化信任義務、要求績效連動薪酬並附帶追回機制，以及嚴格關聯交易監管。《收購重組六條》引入分期股份對價機制及簡化審查程序，標誌著北京推動市場主導整合的政策意圖。

2.5 香港：低程序阻力、高度資訊不透明的治理悖論



Austin Poon

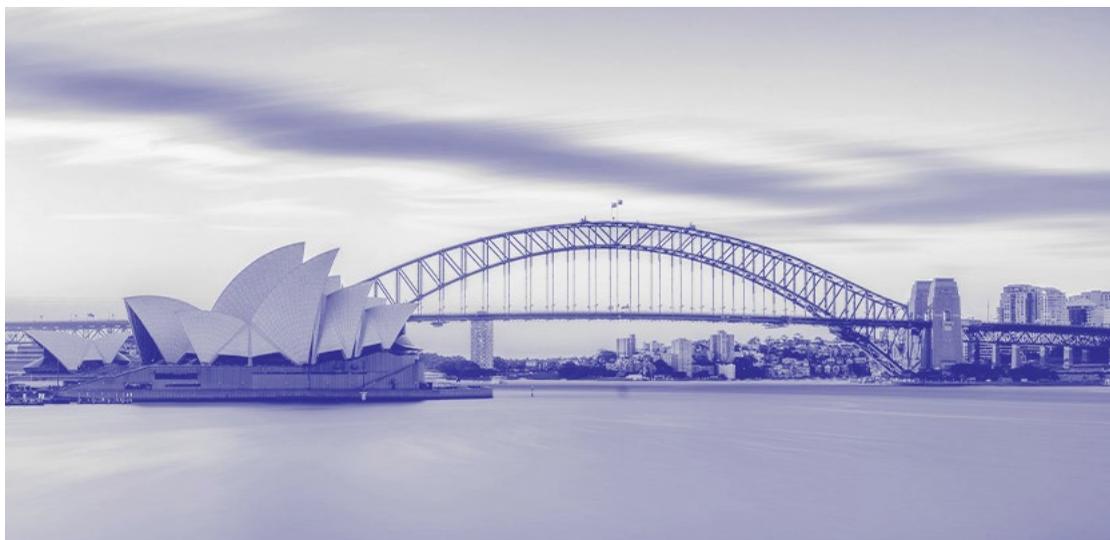
香港是一個在分析層面極具啟發性、在實務層面高度挑戰性的治理悖論。香港 2024 年共有 16 起公開股東行動，創下歷史高點，同時並存著低程序阻力與亞太地區最高資訊阻力——後者源於名義股東架構及 80 至 90% 上市公司呈現的家族集中持股結構。

中央結算系統（CCASS）每日公布各券商及保管機構的持股數據，提供了一個局部但具分析價值的持股監控信號。然而，實質受益所有權仍被折射於多層中介結構中，使香港成為亞太地區正式數據可得性與實際持股透明度之間落差最大的司法管轄區。

2024 年 12 月的公司治理守則修訂代表著刻意調整場域幾何結構的監管干預：獨立非執行董事任期上限九年，解決了董事會

固化的問題；兼任上限規定改善了董事的專注度；自 2025 年 7 月起生效的強制性董事會性別多元化要求，為現任董事會創造了新的結構性脆弱點，也為行動派行動——尤其是在長期任職的獨立非執行董事歷史上為管理層提供穩定支持的公司——提供了新的槓桿點。

2.6 澳洲：少數股東權力行使的制度架構



Steven Wei

澳洲建構了全球最健全的少數股東保護制度之一——結合法定救濟、監管監督與獨特創新的完整生態系統，在亞太地區找不到任何其他精確的對應版本。

法定基礎

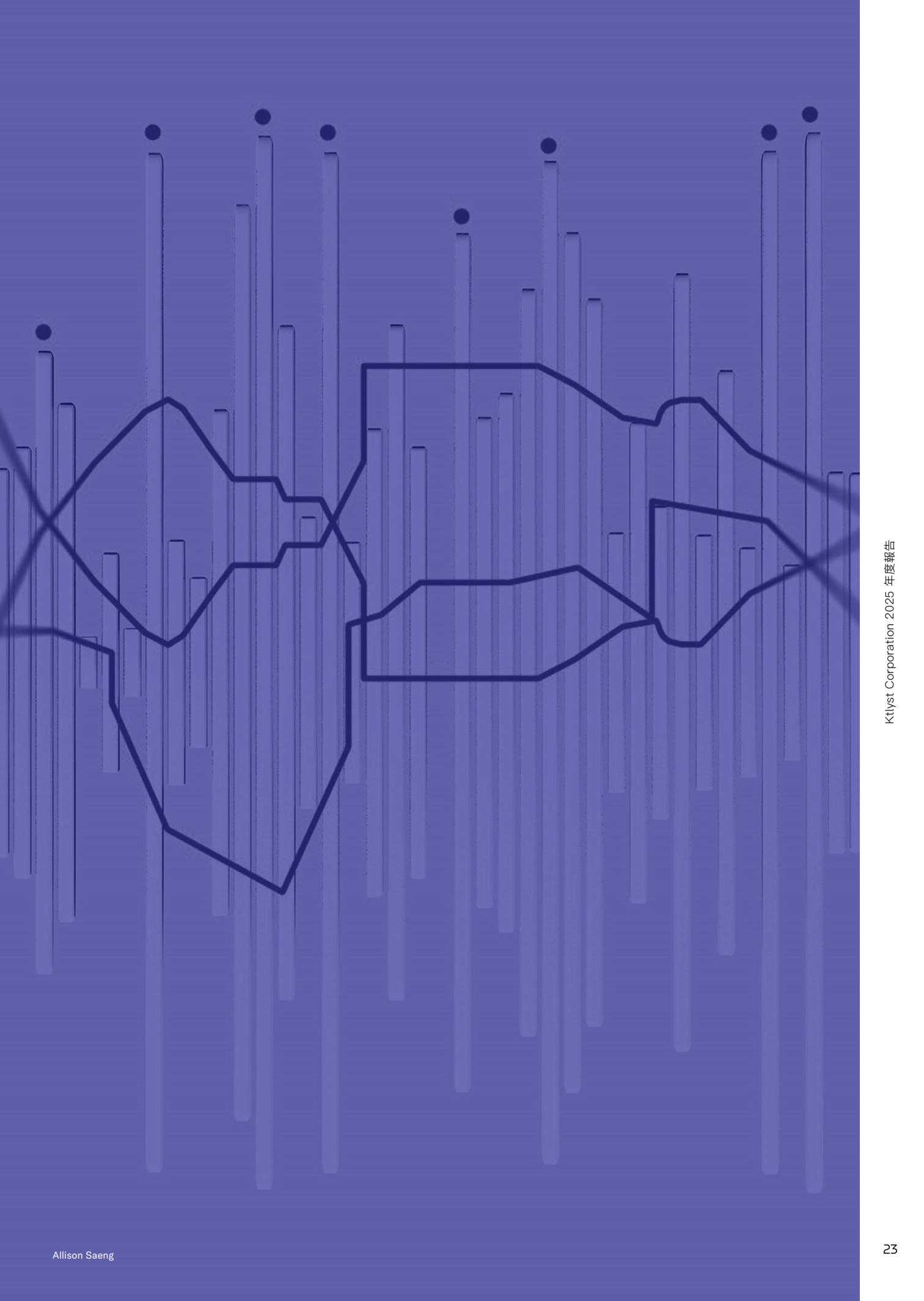
《2001 年公司法》以壓迫救濟（第 232-235 條）、法定衍生訴訟（第 236-242 條）、關聯交易管控（第 2E 章），以及收購保護（第 6 章）等機制作為框架基礎。股東權利透過第 140 條作為合約性權利行使，而適當目的原則（第 181(1)(b) 條）提供了對董事權力的基本制約。重大持股申報機制設定 5% 的觸發門檻，持股每變動 1% 即須申報更新，申報期限為兩個工作日——是亞太地區回應速度最快的機制之一。

雙振規則：全球獨有的制度創新

「雙振規則」（第 250U-250Y 條）在全球找不到任何相對應的機制。若薪酬報告反對票達 25% 以上，即觸發「第一擊」，要求董事會作出說明；若連續兩次觸發，則立即引發「解散決議」（spill resolution）；若 50% 以上股東支持解散，除常務董事外，所有董事必須在 90 天內接受重新選舉。2023 年股東會季中，ASX 300 成熟公司的「罷免率」高達 13%，創下歷史紀錄，顯示機構投資人運用拘束力機制的意願持續上升。

執法與私人訴訟

《ASX 上市規則》第 3.1 條的持續揭露義務，在第 674 條民事處罰的強化下，形成即時資訊義務。近期重大執法案例包括：GetSwift（2023 年，罰款 1,500 萬澳元）及 iSignthis（2024 年，1,000 萬澳元罰款加六年董事禁令）。聯邦法院第 IVA 部分的集體訴訟機制，提供強而有力的私人執法管道，重大和解案例包括 AMP（2023 年，1.1 億澳元）及 Crown Resorts（2022 年，1.25 億澳元）。依《澳洲會計準則》S2 強制的氣候財務資訊揭露，已於 2025 年 1 月起適用於第一類實體。

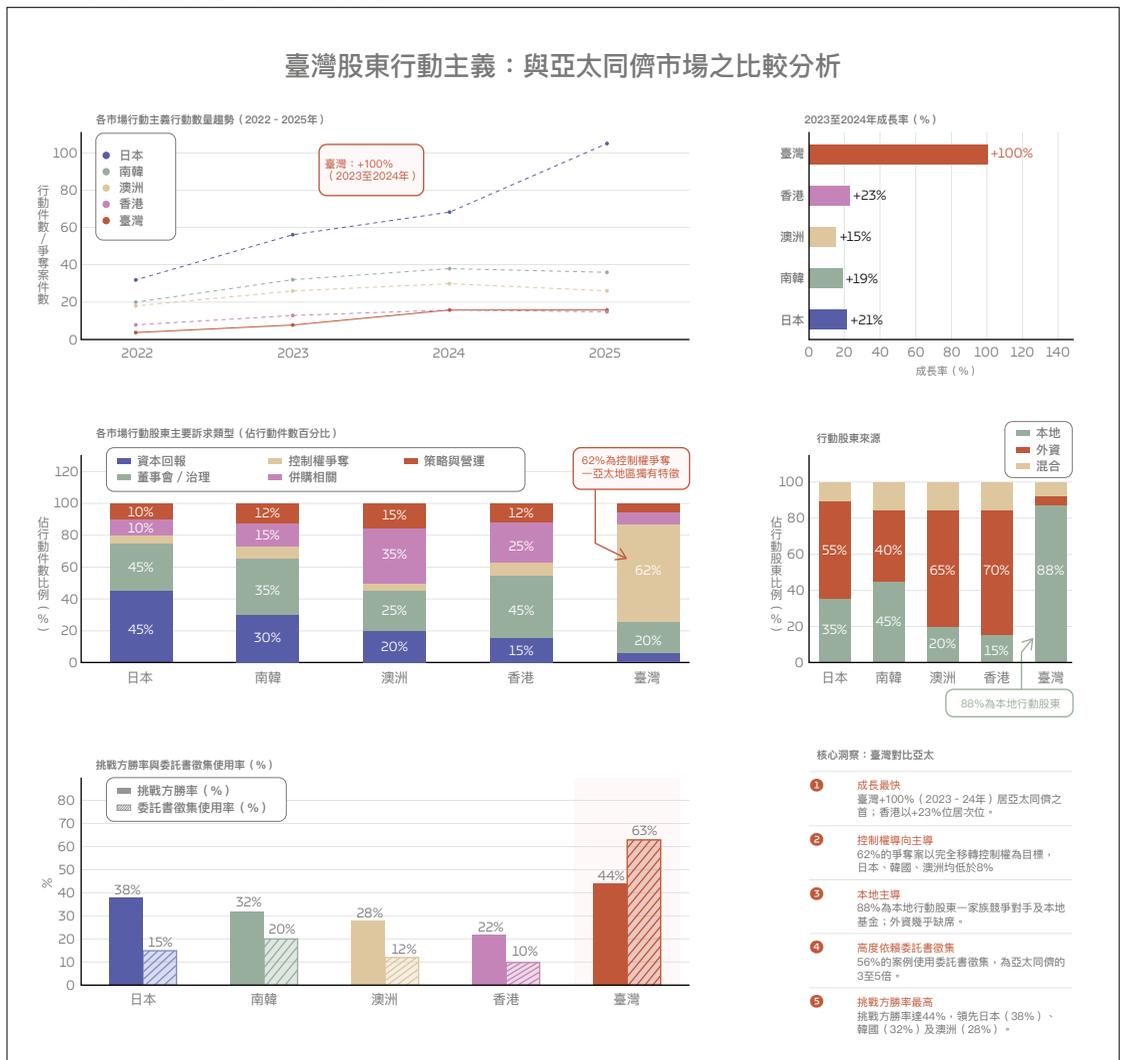


3. 跨管轄區比較分析

以下分析揭示制度架構的差異如何直接決定各管轄區的阻力結構、行動派策略，以及治理結果的概率分布。下表提煉了各市場的結構性特徵，加以必要的比較分析。

特徵	台灣	中國大陸	香港	澳洲
申報門檻	5% (2024年起，原為10%)	5%+交易凍結	5% (名義股東不透明)	5%+每1%更新
薪酬表決	無	新興追回機制	無	具拘束力之兩擊規則
衍生訴訟	1%，毋須法院許可	2024年強化	須法院許可	須法院許可 (第237條)
股東會召集	3%/持股1年；50%/持股3月	10%以上表決權	5%表決權	5%表決權
獨立董事	強制設置；審計委員會制度	至少三分之一	獨立非執董9年上限	多數 (軟性法規)
收購審議機構	金管會	中國證監會	證券及期貨事務監察委員會	法定小組 (Statutory Panel)
電子投票	強制	可選	可選 (CCASS)	可選
集體訴訟	商業法庭	代表人訴訟	有限 (證監會資助)	聯邦法院第IVA部分

3.1 跨市場關鍵比較洞察



資料來源：Lazard 年度回顧 2023 - 2025 | Diligent 市場情報 | Barclays 股東顧問 | Ktlyst 研究

臺灣與全球標準接軌的進程：2024 年申報門檻從 10% 下調至 5%，使臺灣與其他三個市場在揭露要求上取得一致，大幅降低了過去促成隱匿性積累的資訊阻力。結合強制電子投票與全球最豐富的券商交易數據，臺灣目前在亞太地區的「權力係數分子」中居於最高水準。

澳洲獨特的執法架構：雙振規則仍是亞太地區唯一具拘束力的薪酬表決機制，能夠將分散的股東不滿情緒，轉化為具有自動程序後果的結構性治理信號。然而，25% 的門檻是以已投票股份而非全部股份為計算基礎，為策略性棄權提供了操作空間。

中國大陸的信號放大機制：中國獨特的 5% 凍結規定，創造出一種申報部位具備放大信號價值的環境—超過門檻的每一次持股增

加，其所傳遞的策略意圖，比無交易限制市場更為強烈。

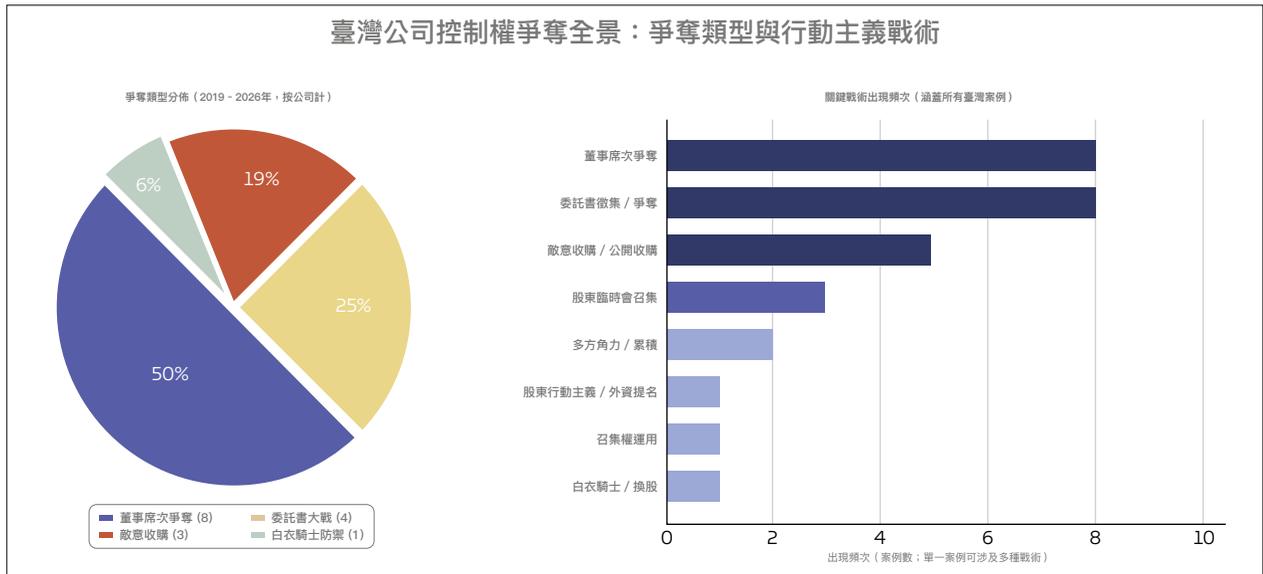
香港的資訊前沿：股東名義的不透明，形成了亞太地區針對實質受益所有人識別的最低資訊阻力，使中央結算系統每日數據分析成為偵測積累模式的關鍵分析資源—而這正是 Ktlyst 基礎設施所要解決的核心分析挑戰。

4. 重要爭議案例

本節記錄的案例，並非僅是法律注腳，而是實證研究的材料——揭示治理權力在真實條件下如何運作的自然實驗。每一個案例均點亮了股東權力場域的不同面向，共同構成 Ktlyst 分析模型得以建立的實證基礎。

4.1 臺灣：十六起已確認的控制權爭奪戰

臺灣公司控制權爭奪全景：爭奪類型與行動主義戰術



來源：台灣經濟新報 (TEJ)、公開資訊觀測站 (MOPS)、Ktlyst 委託書爭奪資料庫、公開媒體。數據：台灣經營權爭奪公司總覽_updated_20260220.xlsx (更新日期：2026年2月16日)。N = 16家公司。

控制權爭奪的實驗室：2023-2025年

臺灣近年的案例史，為亞太地區的股東權力工程分析提供了提供極具價值的實證觀察樣本。這些爭奪戰與其說是公司申報文件，呈現出高度策略性的公司治理競逐，各自點亮了治理權力在實務中運作不同面向。

臺灣 2023 至 2025 年的案例史，呈現出公司治理紛爭的非常集中態勢。16 起確認的爭議，涵蓋行動派戰術的全部光譜：委託書徵集出現在 10 個案例中，臨時股東會出現在 6 個案例中，召集權的策略性運用出現在 5 個案例中，敵意公開收購出現在 3 個案例中。在以下指標性案例之外，尚有若干爭議擴展了戰術分類的範疇：

泰山企業 (1218) — 長期家族控制結構的重大轉折：龍邦集團積累了 48% 的流通股，援引大同條款自行召集臨時股東會，終結了長達七十年的家族控制歷史。回顧來看，這場積累在每日券商交易數據中留下了清晰可辨的軌跡——這是一個教科書級別的潛力逐步積累、繼而透過 2018 年改革創設的特定制度渠道迅速釋放的案例。本案的引爆點，是一項 2022 年 12 月以每股 187 元、合計 80.97 億元新臺幣出售全家便利商店股份的董事會決議。智慧財產及商業法院認定董事長隱瞞部分資訊，加深其與董事間之資訊不對等，造成參與董事會之決策者未能在擁有充分資訊下作成適當之判斷與決策，裁定該決議無效。

新光金融控股 (2888) — 雙龍相爭：一場家族內部派系鬥爭，為近年臺灣金融業中最具代表性的控制權競逐之一——一場「合意合併」與「敵意公開收購」之間的交鋒，並稱為「雙龍之戰」。最終結果取決於持有 53% 流通股之分散小股東的整體行為：大量分散持股的中小股東成為影響最終結果的重要變數，卻因缺乏協調基礎設施而無從形成定向力量。

智冠科技 (5478) — 幾何式防禦：智冠經營團隊透過股份交換讓挑戰者持股股份從 27.53% 被稀釋至 22.49% 外，和其所引入之白衣騎士，共計將持有之比重為 42.82% — 透過股份交換稀釋對手持股比例，



Hans Brunk

使挑戰者在董事改選中的表決權結構被改變、而非任何單一部位規模的防禦性操作。

寶佳集團 / 中華工程 (2515; 2025年11月起持續進行)：寶佳集團透過華建等子公司對老牌營建股中華工程發動併購，目前持股已逾16%，雙方經營權爭奪激烈，期間引發外界對持股揭露與累積方式的公司治理討論。中工指控寶佳涉及內線交易、董事提名違法；寶佳則反擊中工濫用公司資源爭取委託書，雙方互控違法並引發主管機關調查，經營權之爭已趨近白熱化階段。

可成科技 (2474)：一家外國基金儘管持股僅達約 1%，仍在 Glass Lewis 推薦的支持下發動委託書行動——這說明影響力可以透過外部放大機制產生，而非依賴直接積累。此一發現對於我們建模治理權力的方式，具有深遠的意涵。

國票金控 (2889)：政府關聯銀行、台鋼、旺旺等大型集團及工業集團同步在 2026 年董事改選前建立部位——這是一個多方博弈問題，最終結果取決於多個策略行為者之間的互動動態。

4.2 中國大陸：康美藥業的司法分水嶺

康美藥業案確立了中國特別代表人訴訟機制的可行性，並持續對市場產生深遠的嚇阻效應。法院對獨立董事個人課以 24.59 億元人民幣判決額 5% 至 10% 的責任，在全國範圍內引發了對董事風險的全面重新評估，從根本上改變了中國上市公司獨立董事服務的風險算計。

4.3 澳洲：執法驅動的行動主義



Glenn Dyer

澳洲行動主義日益透過監管執法渠道，與傳統委託書行動並行運作。GetSwift 及 iSignthis 的執法行動，顯示 ASIC 對治理失職施以重大懲罰的意願；AMP 及 Crown Resorts 的集體訴訟和解，則反映出監管監督不足的日益加重的財務後果。2023 年股東會季創紀錄的 13% 兩擊率，標誌著機構投資人參與態度的結構性轉變，為董事會與股東關係開創了全新的動態。

Tanarra Capital、HMC Capital 及 Allan Gray 對決 Lendlease (2024-2026年)

Lendlease 行動是近年澳洲企業史上最具影響力的多投資人行動派集體參與

案。Tanarra Capital、HMC Capital Partners 的 David di Pilla、Allan Gray 的常務董事 Simon Mawhinney，以及持有約 9% 股份的 Aware Super，共同組成一個鬆散聯盟，要求對市值 70 億澳元的房地產與建設集團進行徹底的策略重組。Tanarra 在 2024 年 4 月一封隨後公開的信函中，指責 Lendlease 文化「傲慢」，要求緊急更新董事會成員、退出所有海外房地產開發業務、聚焦澳洲本土營運，並任命外部董事長。Allan Gray 更進一步，呼籲裁減 75% 的公司員工，並關閉美洲、亞洲及歐洲開發業務。這些壓力最終奏效：在董事會任職 13 年、擔任主席近六年的 Michael Ullmer，於 2024 年 5 月宣布將在 11 月股東年會上卸任，非執行董事 Nicola Wakefield Evans 亦同步離任。新任外部主席 John Gillam 於 2024 年 11 月就任。Lendlease 隨即公布了一項全面新策略：出售 40 億澳元的非核心資產、退出海外開發業務，並專注於澳洲建設與投資管理。執行長 Tony Lombardo 則於 2026 年 2 月宣布辭職，董事會已啟動全球繼任者搜尋程序。本案充分說明：當多個機構股東（包括澳洲最大的退休基金）在一個清晰的價值創造論點下形成共識，即使最根深柢固的董事會也難以抗拒。本案已成為機構協調參與如何推動大型澳洲上市公司實現轉型性變革的參考範本。

L1 Capital 對決桑托斯 (2023年至今)
L1 Capital 要求分拆桑托斯液化天然氣資產的行動，是澳洲能源業最具代表性的結構性價值解鎖行動主義案例。墨爾本的 L1



Shan Ahmed Khan

Capital 管理約 60 億澳元資產，在桑托斯的持股約達 4 億澳元。2023 年 10 月，L1 Capital 催化劑基金主管 James Hawkins 公開提案，要求桑托斯將其澳洲及巴布亞新幾內亞的 LNG 資產，從其國內天然氣、石油（包括阿拉斯加的 Pikka）及其他業務中結構性分拆。L1 的論點認為，由桑托斯在 PNG LNG、GLNG、達爾文 LNG、巴布亞 LNG 及 Barossa 專案持股所組成的純粹「LNG 公司」，將成為全球領先的 LNG 集團，並對 TotalEnergies、埃克森美孚或 BP 等國際大廠形成極具吸引力的收購標的。L1 估計兩家分拆實體的合計價值，可能較桑托斯當時 238 億澳元的市值高出約 40%。桑托斯執行長 Kevin Gallagher 承認此提案，並表示公司正在評估提振「令人沮喪」的股價的方案。英國行動派 Snowcap Research 亦分別批評桑托斯激進的上游支出，要求強化資本紀律。雖然分拆方案迄今尚未執行，但此行動已為桑托斯的集團折價折扣問題打上了永久性的聚光燈，並展示了行動派壓力如何能塑造澳洲最大能源公司的策略論述。

氣候行動主義：澳大利亞企業責任研究中心對決桑托斯（2024年）

在以經濟利益為核心的行動主義佔據頭條

的同時，澳洲亦孕育出全球重要性的 ESG 行動主義。澳大利亞企業責任研究中心（ACCR）於 2024 年 10 月在澳洲聯邦法院對桑托斯提起訴訟，這是全球最早針對企業「漂綠」行為提起的法律挑戰之一。ACCR 主張桑托斯在其 2020 至 2021 年年報中聲稱將於 2030 年前減排 30%、2040 年實現淨零排放，及天然氣屬「清潔燃料」等陳述，違反了澳洲消費者法。本案在治理情報層面具有更廣泛的意義：它代表了 ESG 行動主義從股東決議——歷史上不具拘束力且支持度有限——向直接挑戰企業氣候揭露準確性的訴訟策略演進。澳洲自 2025 年 1 月起與 IFRS/ISSB S2 框架對齊而生效的強制永續報告準則（ASRS），則為此一轉變提供了進一步的制度支撐，並對做出氣候相關陳述的企業形成新的法律風險。ACCR 及 Market Forces 亦已將其行動主義延伸至日本的能源及工業公司，彰顯了現代氣候參與的跨境特性。

4.4 日本



Fujitec

Oasis Management 對決富士達 (2023年2月)

Oasis 與富士達的行動，堪稱現代日本企業史上最重要的委託書爭奪戰。香港的 Oasis Management 持有電梯製造商富士達 17% 的股份，要求召集臨時股東大會，以撤換全部五位現任外部董事，並以六名獨立候選人取而代之。Oasis 主張，儘管富士達的內山創辦人家族僅持有 6% 股份，卻透過一批順從的外部董事網絡施行不相稱的控制，並放任前任執行長涉及關聯方不動產交易的問題未予處理。在 2023 年 2 月的臨時股東大會上，股東投票罷免了五位現任董事中的三位，並選出四名 Oasis 提名的候選人。新組成的董事會隨後撤換了董事長內山孝雄。這是外國行動派首次透過股東表決，在日本上市公司成功撤換現任董事，此先例的衝擊在整個市場引起深遠迴響。本案顯示，機構投資人—包括日本本土主要資產管理機構—有意願在行動派與根深柢固的管理層之間選邊站，此一行為模式的轉變，是此後一波行動主義浪潮的重要底蘊。

3D Investment Partners 對決富士軟體 (2023年)

新加坡的 3D Investment Partners 持有軟體開發商富士軟體逾 20% 股份，發動了一場委託書爭奪戰，考驗著日本外部董事的獨立性。在 2023 年底的臨時股東大會上，3D 爭取到兩位董事提名人，主張現任外部董事雖名義上符合東京證券交易所的獨立性標準，卻未能解決多年的低效資本配置問題。本次行動催化了 KKR 隨後 38 億美元的私有化收購案，成為行動主義如何解鎖 M&A 價值最典型的例子之一。本案同時點出了一個關鍵的治理缺口：在上市規則下技術上屬「獨立」的董事，實務上卻未必能發揮真正的監督功能—此一主題此後推動了對日本外部董事提名的更嚴格審查。

ValueAct 與 Artisan Partners 對決 Seven & i 控股 (2024-2025年)

Seven & i 控股事件，成為日本定義性的跨境 M&A 行動主義案例。ValueAct Capital (持股 4.4%) 與 Artisan Partners 公開呼籲 7-Eleven 的母公司，將其便利超商業務從績效欠佳的超市及精品零售業務中分拆出來。當加拿大的 Alimentation

Couche-Tard 於 2024 年 8 月提出高達 469 億美元的非請自來收購案—日本歷史上最大的跨境收購提案時，本事件引發了國際社會的高度關注。多位行動派認為此出價低估了公司價值，並推動提高收購條件或由管理層主導的重組以消除集團折價。柒&i 的創辦人伊藤家族最終提出管理層收購方案，Couche-Tard 則以雙方缺乏實質對話為由，於 2025 年 7 月撤回收購提案。本案展示了日本經濟產業省 2023 年 8 月《收購指引》—要求董事會對非請自來的要約給予「真誠審慎的考量」—如何從根本上改變了日本敵意收購的動態格局，儘管最終結果未必有利於收購方。

Elliott Management 的日本攻勢 (2024-2026年)

Elliott Management 對多個日本目標—包括三井不動產、東京瓦斯（持股 5.03%）、軟銀、住友不動產、豐田工業及關西電力—的持續行動，是亞太地區任何單一行動派有史以來最雄心勃勃的資本部署。僅 2025 年，Elliott 即在全球 18 個行動中部署了創紀錄的 190 億美元，以日本為主要戰場。在三井不動產，Elliott 要求進行 1 兆日圓

的股份回購，並出售持有的東方樂園股份；在關西電力，則要求推動 2 兆日圓的非核心資產剝離計畫。雖然大多數行動帶來的是部分讓步而非全面勝利，但 Elliott 龐大的存在本身，已使大型日本公司的行動派參與正常化。象徵性的高峰時刻，出現於 2026 年 3 月：日本最具影響力的商業聯合會「經團連」正式邀請 Elliott 進行公司治理對話—這在十年前簡直無從想像，標誌著股東行動主義在日本的全面主流化。



Reuters

4.5 韓國

Flashlight Capital 對決 KT&G (2023-2026年)

由前凱雷集團首爾主管 Sanghyun Lee 創立的 Flashlight Capital Partners，對 KT&G 發動了長達數年的行動，揭露了韓國企業界最嚴重的公司治理濫用之一。Flashlight 表示以 1.9 兆韓圓收購 KT&G 的子公司，認為菸草與人蔘的組合是一樁破壞股東價值的「錯誤聯姻」。更重要的是，本行動揭露了 KT&G 將 1,085 萬股庫藏股轉讓給管理層控制實體的做法——此一行為實質上鞏固了現任管理層的控制，以少數股東的利益為代價。Flashlight 於 2024 年取得一個董事席位，並持續進行公開施壓，後於 2026 年 2 月在鎖定盈利後出售逾半數持股。本次行動直接影響了韓國立法機構待審的《商業法》第三次修正案，該修正案若獲通過，將強制要求登出庫藏股——若成真，將從根本上改變韓國上市公司的治理動態。

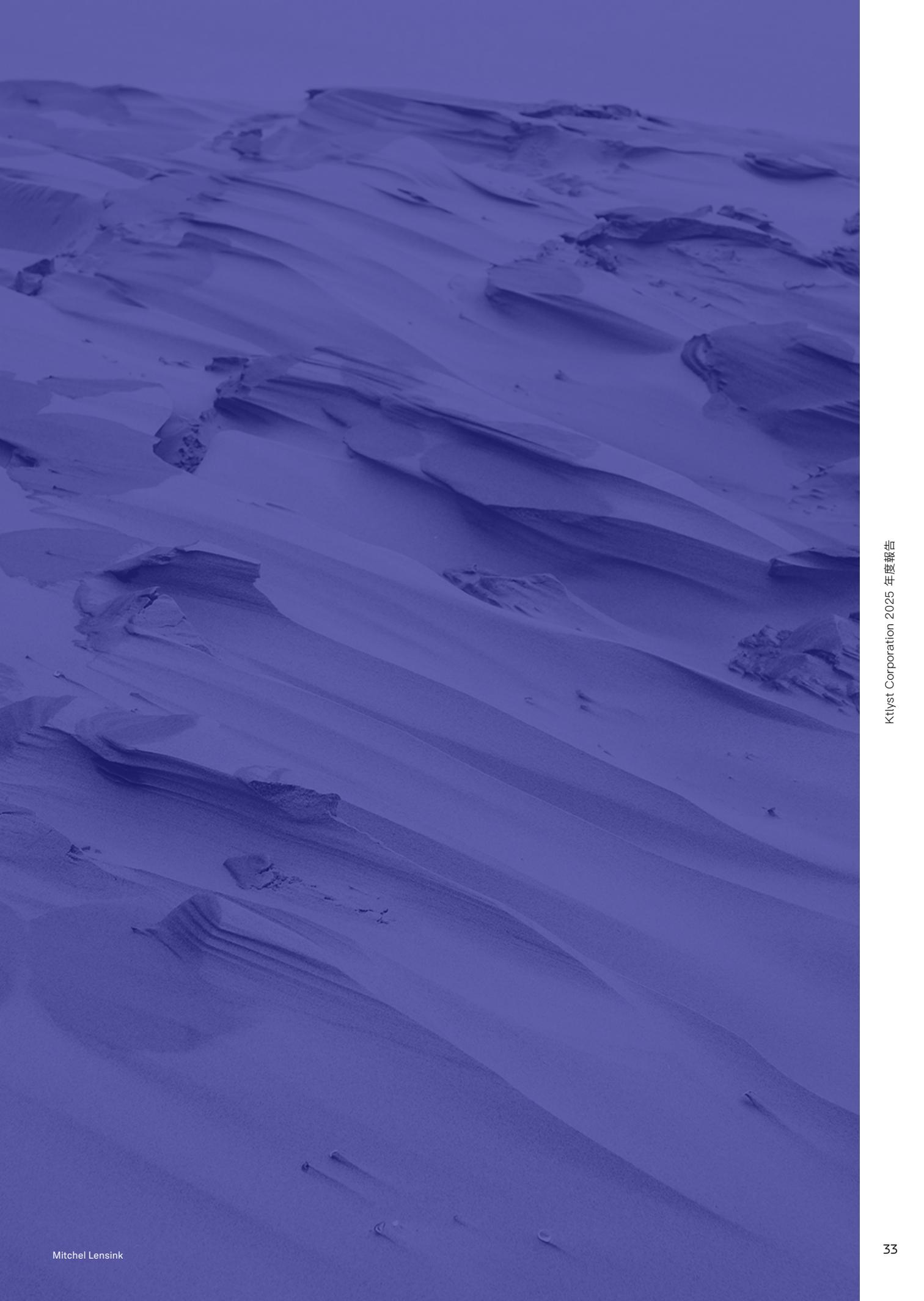
Palliser Capital 對決三星物產 (2024年至今)

Palliser Capital 針對三星物產的行動，直指財閥治理體系的核心。由前 Elliott 香港辦公室主管 James Smith 創立的 Palliser，識別出可歸因於李氏家族複雜交叉持股結構的高達 250 億美元的價值落差。三星物產透過一張環狀交叉持股網絡，持有三星電子的關鍵控制股份，長期以遠低於各部分加總的深度折價交易。Palliser 已建立起一個由國際及本土投資人組成的聯盟，成員包括倫敦城市投資管理、Whitebox Advisors 及 Anda Asset Management，在連續幾次股東年會上挑戰此一結構。雖然本次行動迄今尚未達成目標，卻代表了自 Elliott 2015 年針對三星物產與第一毛織合併以來，對三星持股結構最直接的挑戰；而結構性折價問題，至今仍是韓國更廣泛的公司治理改革議程的焦點之一。

投資人聯盟對決斗山山貓重組案 (2024年)

投資人聯盟成功阻止斗山集團擬議中的山貓與機器人業務重組案，是韓國少數股東賦權進程中的一個重要里程碑。斗山提案以少數股東視為嚴重不公平的條件，將旗下明星子

公司一全球具競爭力的建築設備製造商山貓 (Bobcat) 一併入斗山機器人 (Doosan Robotics)，外界普遍認為此舉意在鞏固控制家族對集團最具價值資產的掌控。Align Partners 協調了一個由機構及散戶投資人組成的聯盟，凝聚起壓倒性的反對聲浪，最終迫使斗山全面撤回重組方案。本案的意義不僅在於結果本身，更在於其所展示的機制：它證明了韓國 1,400 萬散戶投資人日益透過「Act」、「Bside」等數位平台組織動員——在與機構股東協力時，能夠發揮決定性的政治與經濟力量。斗山案確立的先例，已使控制家族在提出不利於少數股東的重組方案時大幅趨於謹慎。



5. 2026年趨勢展望與競爭格局

5.1 亞太行動主義的未來走向

亞太行動主義的格局已歷經結構性轉型，且未見任何逆轉的跡象。以下幾項動態將形塑下一階段的發展：

日本的 M&A 浪潮正在加速。2025 年共有 88 起收購案，超越歷史紀錄；私有化案件達 48 起（年增 60%）；43% 的大型上市 M&A 公告與行動派行動相關—日本正在演變為一個全光譜的行動派市場。免稅分拆規則提供了額外的順風助力。政府接納行動派的態度—以經團連邀請 Elliott 進行治理對話為例—標誌著一場在十年前難以想像的文化轉變。

韓國的改革正重蹈日本早年的軌跡，但具有其獨特特徵。《商業法》修正從根本上強化了少數股東的工具，尤其是強制累積投票制及擴大後的對股東的信任義務。待審的強制庫藏股登出法案可能具有革命性意涵。Oasis、Steel Partners 等全球基金正積極備戰進入韓國市場，將改革軌跡類比為日本 2015 年前後的局面。韓國 1,400 萬散戶投資者手握日益精良的數位工具，構成其他任何市場無從比擬的政治力量倍增器。

「價值提升」模式正在向區域蔓延。亞洲公司治理協會（ACGA）2025 年 5 月的報告指出，臺灣、新加坡、馬來西亞及泰國的監管機構，目前正明確仿效日本與韓國的範本，敦促董事會聚焦於股東價值的提升。這為行動股東在整個區域創造了不斷擴大的力。

本土行動股東正日益走向專業化。Strategic Capital、Align Partners、Tanarra Capital 及 Quarz Capital，已充分展示本土行動股東能夠達到機構等級的成

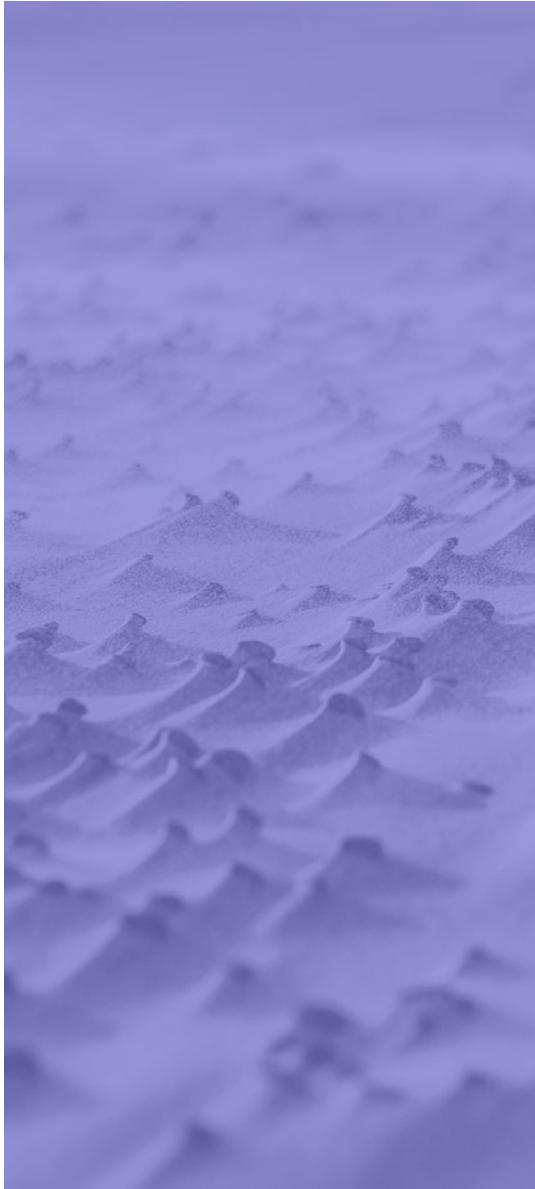
果。Align Partners 的哈佛商學院案例研究（2025 年 2 月）驗證了此一模式。韓國股東協調數位平台（Act、Bside）的興起，有可能在其他地方複製。

整體趨勢清晰可辨：亞太股東行動主義已從週期性現象演變為區域資本市場的結構性特徵。監管改革、機構投資人賦能、跨境資本流動，以及本土行動派專業化所形成的自我強化循環，已無從逆轉。在日本仍有近半數上市公司以低於帳面價值交易、韓國折價雖有收窄但仍持續的背景下，行動派進一步參與的機會集合依然廣闊。臺灣上市公司應認真思考：推動日本行動主義的那些驅動力，是否也正在推動臺灣的變化？

5.2 結構性缺口

在亞太四大市場中，存在同一個結構性現實：股東權力工程所需的原始數據已大量存在，但能夠加以處理的整合性分析系統卻付之闕如。這一缺口不會自然閉合。全球委託書顧問雙寡頭 ISS 與 Glass Lewis—合計為逾 50 兆美元資產提供建議—在四個管轄區均有業務，但其職能僅涵蓋治理情報循環的單一階段：為機構投票人提供定向指引。它們並不提供感知、詮釋或系統回饋整合的基礎設施—而正是這些環節，才能使其建議在個別公司持股動態層面建立起真正的實證基礎。

5.3 競爭格局



Title/Note of the graph

現有格局呈現出能力分散、缺乏整合的特點。ISS 與 Glass Lewis 提供全球覆蓋，但缺乏精細化的持股分析及即時積累偵測能力。Ownership Matters 在澳洲境內提供較深入的分析，但地理覆蓋有限。ZD Proxy 正在中國 1,000 多家 A 股公司中建立本土顧問能力。完成三起澳洲收購的 Sodali & Co，將亞太地區定位為「重大成長機遇」。Elliott、Oasis、Palliser 等跨境行動股東以日益頻繁的節奏部署資本，ESG 參與則以超過 20% 的年複合成長率持續擴張。

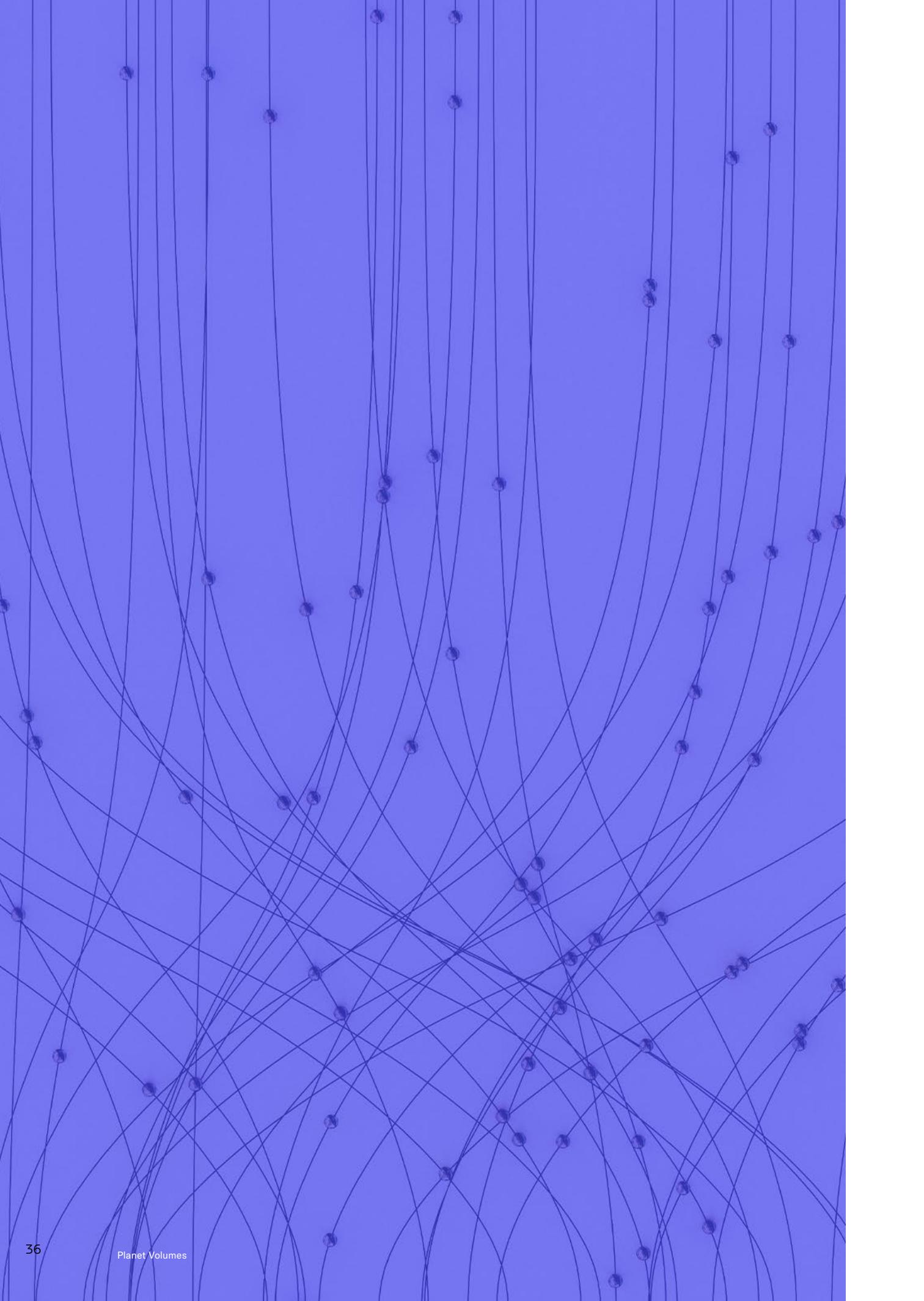
5.4 Ktlyst 的策略差異化

Ktlyst 的競爭優勢建立在三大核心支柱之上，目前無任何市場現有參與者能夠複製：

專有數據整合。對臺灣獨特精細數據環境的即時處理——每日機構法人揭露、券商級別交易排行、融資融券數據，以及集保結算所交割記錄——結合香港的中央結算系統分析及澳洲的重大持股數據。這是市場目前所欠缺的感知層。

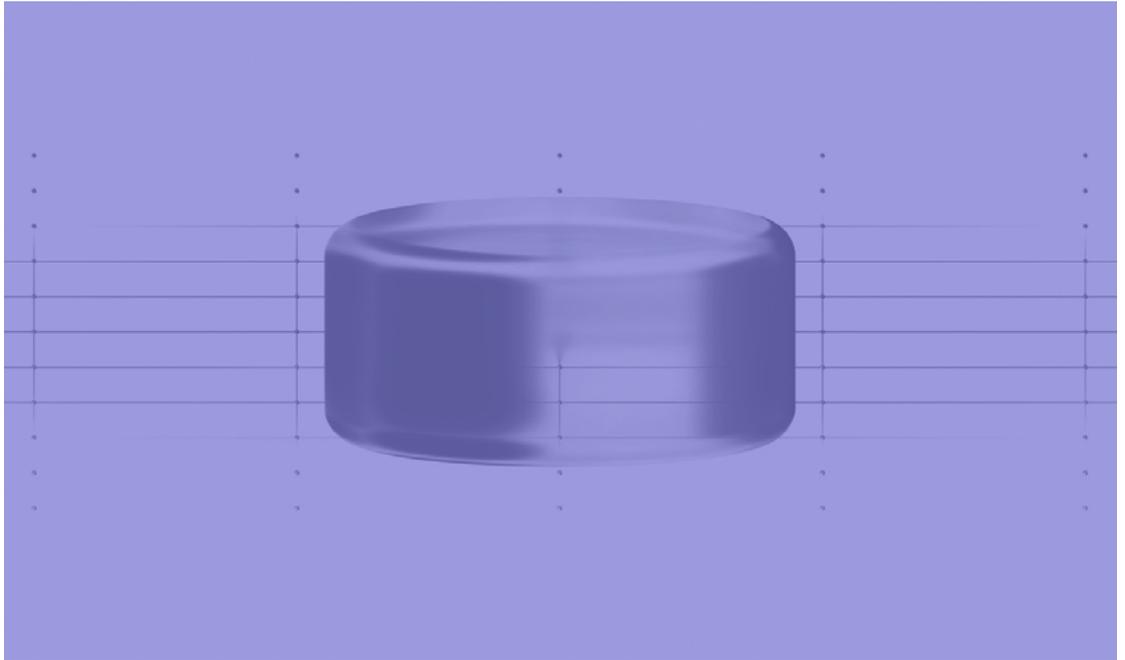
量化分析引擎。運用 Wyckoff 改良算法進行隱匿性積累偵測、透過博弈論聯盟建模及蒙地卡羅模擬進行委託書爭奪預測，以及透過 (Banzhaf) 權力指數計算進行股東溝通優先排序。這是將原始數據轉化為可行動情報的詮釋層。

跨境法令情報及諮詢。一個整合了澳洲公司法專業知識、臺灣證券法規及中國大陸治理框架的顧問網絡，使客戶能夠以充分信心駕馭跨境行動主義的複雜動態。這是將量化分析錨定於司法管轄現實的定向層。



6. Ktlyst 的服務

6.1 核心能力



TSD Studio

Ktlyst 平台圍繞四項整合性分析能力而建構，每項能力分別對應到治理情報循環的特定階段：

隱匿性積累偵測 (StealthScan™)。對券商交易數據進行即時監控，以識別結構性積累模式，運用依據臺灣豐富歷史案例數據校準的統計辨別算法，有效區分策略性意圖與背景組合雜訊。

董事選舉賽局模擬 (VoteLogic™)。對董事選舉結果進行博弈論建模，納入持股拓撲、出席率情景、委託書徵集渠道動態，以及機構投票對齊概率等多維度因素。

股東溝通優先排序。透過(Banzhaf Power Index)權力指數計算，識別持有關鍵搖擺票的股東與穩定的股東聯盟，制定以最小外展成本最大化影響力的針對性參與策略。

公司控制結構診斷以及改進。全面診斷公司控制結構弱點，持續評估上市公司的治理暴露程度，涵蓋董事會組成、關聯交易密度、控制股東行為，以及法規遵循指標，並提出改善方案。

顧問網絡與整合解決方案。與跨境法律顧問，投資人關係服務及委託書徵求公司的合作夥伴關係，提供整合量化分析與司法管轄專業知識的治理情報服務。

7. 服務項目

Ktlyst 為亞太地區上市公司、機構投資人、行動主義基金及金融中介機構，提供整合性公司治理情報、資本市場顧問及策略溝通服務。我們的服務將自有量化分析平台，與跨司法管轄區的法律專業及董事會層級顧問能力相結合—專為資料顆粒度高、法規複雜、利害關係人互動多元的市場量身打造。

7.1 資料分析與公司治理情報

我們的核心分析平台，將亞太地區獨具優勢的持股資料環境，轉化為可供決策使用的高品質情報。

<p>隱性持股累積偵測</p> <p>券商層級交易資料即時監控</p> <ul style="list-style-type: none">· 策略性持股累積與一般市場雜訊之統計辨別· 以台灣歷史案例資料校準之預警通報機制· 跨市場監控：台灣、香港（CCASS）、澳洲	<p>委託書爭奪預測</p> <p>董事選舉結果之賽局理論模型</p> <ul style="list-style-type: none">· 表決結果分佈之蒙地卡羅模擬· 出席率情境分析· 機構投票立場一致性概率圖譜
<p>股東溝通優先順序排定</p> <ul style="list-style-type: none">· 班扎夫權力指數計算以識別關鍵擺動持股· 結盟穩定性分析· 定向接觸策略設計· 機構與散戶投資人分群	<p>公司治理風險評分</p> <ul style="list-style-type: none">· 持續監控董事會結構及關係人交易· 控制股東行為分析· 法規遵循風險曝露指標· 跨司法管轄區公司治理基準比較

7.2 投資人關係 (IR) 顧問服務

我們為上市公司及上市前發行人提供全方位的投資人關係顧問服務，協助客戶在複雜的資本市場環境中靈活應對。我們的 IR 實務不僅限於常規的資訊揭露管理—我們致力於建構有利於客戶的持股敘事。

- 投資論點發展與股權故事定位
- 年報策略與股東溝通方案
- 分析師與機構投資人接觸方案
- 財報顧問與業績展望管理
- 中小市值發行人的外包 IRO 服務
- 股東結構分析與目標鎖定（結合量化持股資料與接觸策略）
- ESG / 永續發展溝通與 IR 策略整合
- 資本市場交易支援：首次公開發行、分拆上市、現金增資、次級配售

7.3 外資關係 (FIR) 與股東行動主義顧問服務

針對處於爭議性或高度敏感公司治理環境的客戶，Ktlyst 提供超越傳統 IR 範疇的專業外資關係及行動主義顧問服務。本業務線同時服務行動主義投資人與承受行動主義壓力的發行人。

股東行動主義投資人及重要持股人

- 股東接觸策略設計
- 委託書徵集活動規劃與執行支援
- 法規申報策略（重大持股申報、各管轄區 Schedule 13D 對應文件）
- 投票徵集分析與即時監控

上市公司及董事會

- 行動主義防禦顧問與預警監控
- 股東常會前董事會審查與投票結果模型
- 股東權利計畫（毒藥丸）分析與防禦策略
- 白衣騎士識別與併購防禦顧問
- 跨境公司治理爭議管理

7.4 危機溝通與特殊情境應對

重大公司治理事件——包括控制權爭奪、敵意收購、主管機關調查及管理層爭議——需要以金融市場為核心的溝通能力。我們在所運營的亞太四個司法管轄區，提供整合性的危機及特殊情境溝通支援。

- 公司治理爭議的快速應變媒體管理
- 主管機關溝通與利害關係人訊息傳遞
- 董事會溝通與董事層級訊息管理
- 跨司法管轄區媒體協調（台灣、香港、中國大陸、澳洲）
- 與法律顧問協同制定的訴訟風險意識溝通策略
- 危機後聲譽修復與敘事重新定位

7.5 企業金融與併購顧問支援

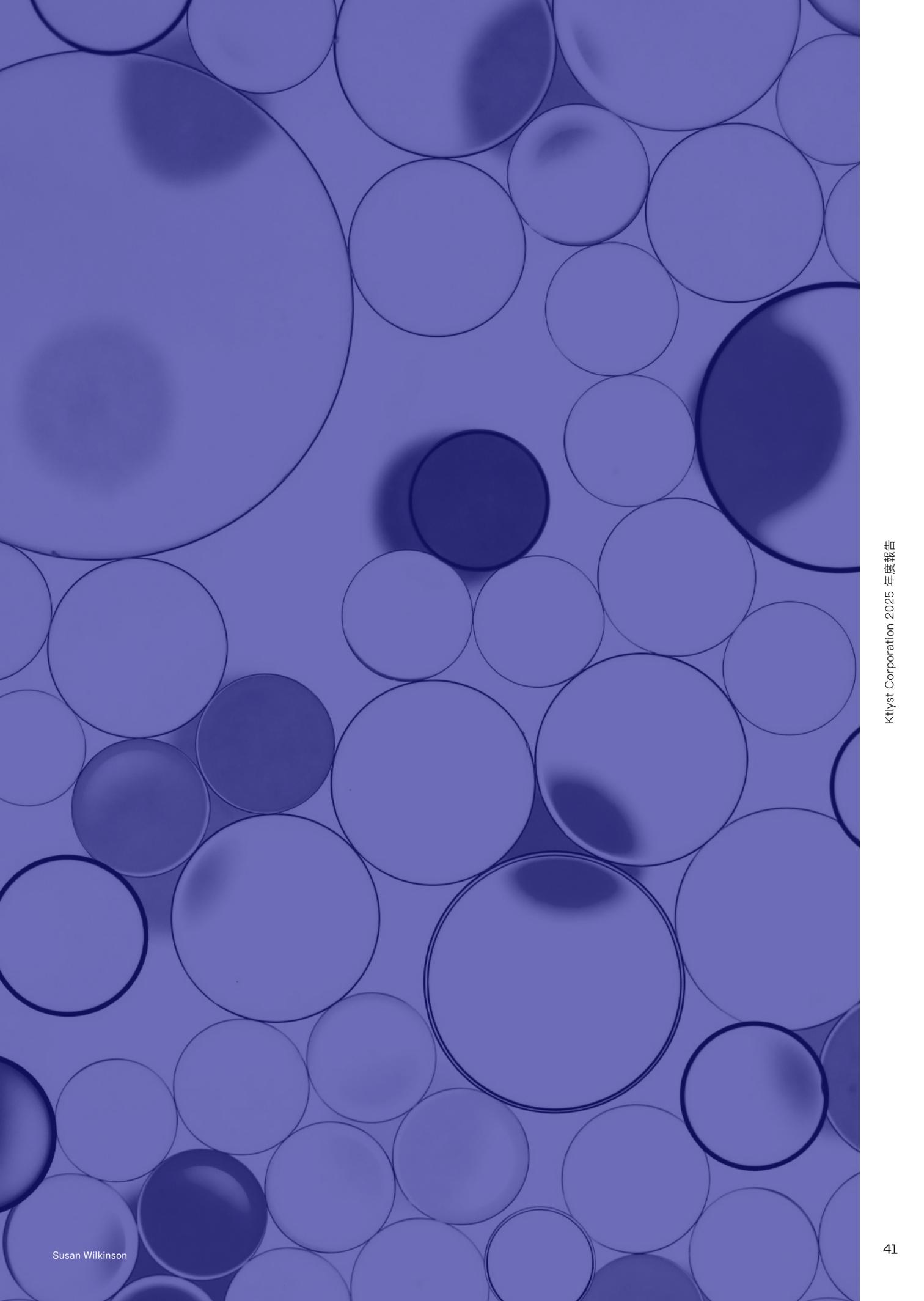
公司治理爭議鮮少與併購動態相互孤立。我們為企業金融團隊提供情報與顧問支援，協助其應對亞太市場的跨境交易、架構審查及持股工程。

- 收購目標之跨境股權結構分析
- 投票集團識別與交易風險評估
- 公平意見支援資料（持股拓撲圖與少數股東持股分析）
- 合併後公司治理整合顧問
- 分拆及重組公司治理溝通

7.6 研究與情報訂閱服務

需要持續監控而非專案式委託的客戶，可訂閱 Ktlyst 的研究與情報產品。

亞太行動主義監測報告	雙週情報簡報，涵蓋台灣、香港、中國大陸及澳洲的新興行動主義行動、法規動態及案例結果。
台灣持股分析服務	即時儀表板，提供訂閱上市公司或投資組合的機構資金流向分析、券商層級持股累積訊號及集保公司結算資料。
公司治理情報報告	針對特定公司、產業或司法管轄區的客製化深度報告，結合量化分析與法律法規分析。



8. 我們的團隊

Ktlyst 以精幹的資深團隊為核心，融合量化金融、法律專業與資本市場經驗。我們不以擴充人力規模，而以分析基礎設施及整合性顧問網絡實現業務成長。每項客戶委託均可直接接觸我們的核心主事者。

馬紹恒 總經理

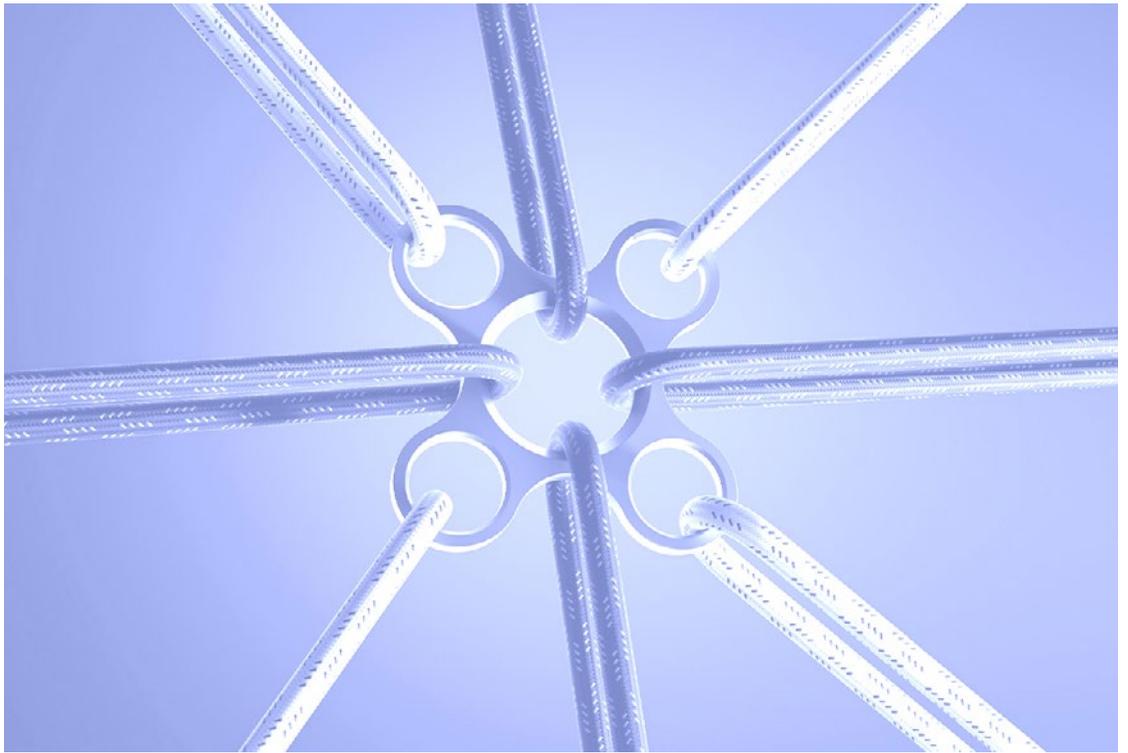
馬紹恒為企業法律師，擁有 16 年委託書爭奪及敵意收購防禦專業經驗。持有澳洲法律學博士 (J.D.) 執照，曾就亞太地區公司治理爭議、股東會管理及敵意收購防禦提供法律諮詢。在 Ktlyst，馬紹恒運用資料科學方法論預測投票結果，並將股東分析轉化為主動型策略工具，架起法律治理架構與量化市場情報之間的橋樑。其工作涵蓋股東權力工程的完整週期：從持股監控與持股累積偵測，到委託書爭奪策略及董事選舉結果模型建構。

陳昱禎 技術長

陳昱禎為資深軟體工程師，擁有逾 17 年可擴展分散式系統及物聯網 (IoT) 解決方案的設計與開發經驗。其技術專長涵蓋全端開發、邊緣運算、效能最佳化及資料分析。在 Ktlyst，陳昱禎主導公司核心分析平台的架構與工程建設，負責建構支撐 Ktlyst 公司治理情報產品的即時資料擷取管道、模型部署基礎設施及系統整合。其分散式系統背景是處理台灣獨特細緻揭露環境所產生高頻多源資料流的關鍵所在。

蔣育璟 創意總監

蔣育璟為平面及 UI/UX 設計師，擁有逾 10 年視覺設計、介面設計及數位平台與資料視覺化系統最佳化的專案執行經驗。她深諳如何透過精心設計，使複雜的分析資料變得易於理解並具備可操作性。在 Ktlyst，蔣育璟主導公司視覺識別及所有面向客戶的設計產出，確保 Ktlyst 的分析嚴謹性與出版品、數位平台及溝通素材的清晰度和專業性相輔相成。



馬啟恒
專案經理

馬啟恒將心理學、教育學及多語言跨文化專業的獨特組合，融入 Ktlyst 的客戶接觸及專案管理職能。持有教育碩士學位（MTeach），他將對人類行為與溝通動態的深刻理解，應用於客戶關係管理、利害關係人接觸策略及跨司法管轄區專案協調。其多語言能力與跨文化專業在 Ktlyst 的亞太營運環境中尤為珍貴，因為在多元機構與法規文化間有效溝通，是成功執行委託的根本所在。

9. 策略合作夥伴

Ktlyst 的策略合作夥伴網絡是我們服務交付模式的核心。我們不複製頂尖專業機構已具備的能力，而是建立結構性合作關係，讓客戶得以在亞太地區取得無縫整合的公司治理、分析、法律及營運能力。每位合作夥伴均因其在所屬領域的領先市場專業及與 Ktlyst 公司治理情報使命的運營契合度而獲選。

全通事務處理股份有限公司
台灣 | 股東會服務與委託書管理

全通成立於 2005 年，為台灣第一家核准設立的股東會服務公司，依據台灣《證券交易法》框架，為上市公司提供全面的股東會行政管理及委託書服務，涵蓋股東常會週期的所有程序與後勤事項。作為 Ktlyst 在台灣委託書相關委託業務的主要執行合作夥伴，全通對集保公司作業程序、委託書徵集管道機制及股東常會行政管理的深厚機構知識，以紮實的執行能力補強了 Ktlyst 的量化分析。

蘇勒德國際顧問股份有限公司
台灣 | 危機管理與企業轉型

蘇勒德國際顧問為專業顧問公司，結合專業團隊與全球策略合作夥伴，提供全面的危機管理及企業轉型解決方案。蘇勒德在危機解決、利害關係人管理及企業重組顧問方面的能力，與 Ktlyst 的公司治理情報服務形成互補，尤其適用於需要同步進行分析、法律及溝通介入的敵意控制局面、高度媒體曝光爭議或董事會層級公司治理危機。

Aberdean Legal (Australia)
澳洲雪梨 | 跨業務領域法律服務

Aberdean Legal 為澳洲法律服務公司，提供跨多項業務領域的全面法律支援與顧問服務。Aberdean Legal 擔任 Ktlyst 澳洲管轄區委託業務的主要法律合作夥伴，就澳洲公司法、2001 年《公司法》、重大持股申報義務、行動主義活動合法性，以及涉及澳交所上市公司的跨境公司治理爭議管理提供法律意見。其參與使 Ktlyst 得以為澳洲市場委託業務提供整合的分析與法律顧問服務。

北京金誠同達律師事務所
中國大陸北京及上海 | 公司、
金融及商業法律

北京金誠同達為領先的中國律師事務所，提供涵蓋公司、金融及商業法律領域的全面法律服務。憑藉深厚的中國法規專業及跨多城市的廣泛業務，金誠同達拓展了 Ktlyst 在中國大陸相關委託業務的法律顧問覆蓋範疇，包括跨境併購公司治理、中國大陸《公司法》合規，以及涉及 A 股與 H 股發行人的上市公司監管事務。

陳映川律師

中國大陸上海 | 金融法律服務、
稅務、併購與合規

北京金誠同達（上海）律師事務所高級合夥人。武漢大學法學博士（稅法）。中國法學會財稅法學研究會會員及上海市律師協會財稅業務委員會委員。陳映川專精金融法律服務、公司合規、稅法、併購重組及商事訴訟。獲 Legal 500（2021 - 2024 年）、Chambers 大中華地區指南 2025 年版及 APMF/GRCD 2024 年度稅務合規律師認可。曾擔任誠美材跨境公司治理委託業務的首席顧問，在中國大陸行動主義及爭議公司情境的法規框架方面具備深厚專業。

林佳儒律師

台灣台北 | 公司法、證券交易
法、科技法及公司治理

執業律師，現任職於惠理金融法律事務所（台北）。美國南加州大學法學碩士；國立中正大學法學碩士。林佳儒專精公司法、證券交易法及科技法，擅長政策及法規研究，並在重大商事爭議方面具備豐富實務經驗。他曾參與多項國家級科技法律與法規專案，定期處理高價值及跨境爭議案件，融合法律分析、政策情報及風險評估，協助客戶在高度監管與不確定環境中進行策略決策。除執業律師身份外，林佳儒現任監察人（街口投資信託股份有限公司），並曾任朗齊生物醫學股份有限公司獨立董事、倫飛電腦實業股份有限公司高級經理人暨法律顧問，及財團法人資訊工業策進會助理研究員暨法律顧問。林佳儒亦為出版作者及律師考試備考課程講師，著有三部廣受使用的教材：「證券交易法體系建構」（Securities Exchange Act System Construction），「這是一本證券交易法解題書」（A Problem-Solving Guide to the Securities Exchange Act），及「公司、證交爭點地圖」（Company Law and Securities Exchange Act Issue Map）。

莊丙農

台灣台北 | 資深財經記者暨
媒體顧問

中國文化大學新聞學學士；國立陽明交通大學工商管理碩士。莊丙農於 1999 年進入媒體業，初期以不動產為主要採訪領域，並於 2000 年加入中時集團時報資訊。在長達 25 年的職涯中，歷任記者、副主任記者，現任主任記者，採訪領域橫跨財政部、中央銀行及台灣證券交易所；保險、銀行、票券及證券等金融機構；顯示面板、電子商務、數位雲端及軟體等電子業；以及航運、機械、汽車及橡膠等傳統產業。曾深入報導台灣多起指標性公司治理及控制權爭議案例，包括永大/日立案、亞太電信股東自救會、漢唐股權爭議、誠美材治理案、南港/大同輪胎控制權爭奪、大同案、Can-Fite/外資案、UberEats/Foodpanda 合併破局、東元電機股權爭議、台新金/新光金外資投票，以及國票金治理案。此外，亦曾為多家上市公司提供媒體及公共關係顧問服務。



10. 法律聲明與免責條款

10.1 法律實體與商號名稱聲明

「Ktlyst Corporation」為阿賴耶識數據科技股份有限公司（統一編號：60573913）所使用之商號，並不構成獨立的法律實體。本報告或相關平台所呈現的所有內容、資料分析、研究成果、模型結果、產品、服務、合作夥伴資訊及對外溝通，均由阿賴耶識數據科技股份有限公司單獨提供、管理並承擔法律責任。任何對「Ktlyst」、「Ktlyst Corporation」或類似名稱的引用，僅作品牌用途，不代表獨立業務主體、子公司或獨立法人。因使用本報告或任何相關平台或服務所產生的一切法律權利與義務，包括但不限於合約關係、服務條款、隱私與資料保護、智慧財產權、款項、發票、金融交易、風險揭露及免責聲明，均由阿賴耶識數據科技股份有限公司單獨承擔及約束。凡涉及第三方技術、資料來源、外部 API、資料庫、人工智慧模型或研究合作的引用或整合，此類整合均由阿賴耶識數據科技股份有限公司以 Ktlyst Corporation 品牌名義進行營運、管理及提供，除非另有書面明確聲明。

10.2 隱私政策摘要

Ktlyst 僅基於可合法取得的資料收集及處理資訊。我們不主動取得任何受保護、私密、機密或特許的資訊。客戶資訊的收集僅限於建立帳戶、溝通及服務設定所必要的最低限度，未經明確同意不得用於服務交付以外的任何目的。匿名化或去識別化的使用資料可用於平台改善，且不會對個人層級進行再識別分析。所有客戶資訊均受業界標準加密及存取控制保護。客戶資訊僅限授權人員依需知原則存取。我們不出售、交換或轉讓客戶資訊予第三方。資訊僅保留至提供相關服務所必要的期間，或依法律規定的保留期限為止。客戶就 Ktlyst 持有的資訊，享有存取、更正、刪除及資料可攜的權利，惟須符合適用的法定保留義務。完整隱私政策請參閱 Ktlyst Corporation 法律免責聲明包（最新版本可向 info@ktlyst.co 索取）。

10.3 法律免責聲明與責任限制

Ktlyst 提供的分析及情報服務，以可合法取得的資訊來源、依法揭露的資料，以及使用者自行提供的資料為基礎。Ktlyst 不對未來業務結果、投資表現或市場事件提供任何保證。我們的服務係為具備適當專業知識或能力、且了解相關資料與方法論之局限性及風險的使用者所設計。我們的服務不適合作為一般大眾決策的唯一依據。使用者須自行評估分析結果是否適合其目的，並對基於本服務所作出的任何決定承擔全部責任。所有存取及處理均限於可合法取得的資訊。Ktlyst 不存取、使用或依賴任何非法取得的資料，包括內線資訊或特許資訊。分析輸出結果係依據現有資料及既定方法論生成。此類結果僅應由具備適當專業判斷且考量適用法規框架的使用者加以解讀及運用。Ktlyst 不保證任何分析輸出結果對任何特定目的之完整性、準確性、時效性或適合性。本年度報告或任何 Ktlyst 相關資料中的任何內容，均

不構成法律、稅務、會計或個人化投資建議。如需上述建議，請向持有適當執照或具備相關資格的專業人士諮詢。

10.4 非投資建議——研究免責聲明

本年度報告僅供公司治理研究及公眾教育之用，不構成任何形式的投資建議、有價證券推介、法律意見或稅務建議。所有資訊均源自公開可得的來源，所表達的分析觀點僅反映 Ktlyst 的專業評估及研究結論，不代表任何特定利害關係人、發行人、投資機構或監管機關的立場。投資及商業決策涉及風險，過去表現不代表未來結果。任何投資或交易決策均應獨立作出，或在諮詢持有適當執照或具備相關資格的專業人士後作出。

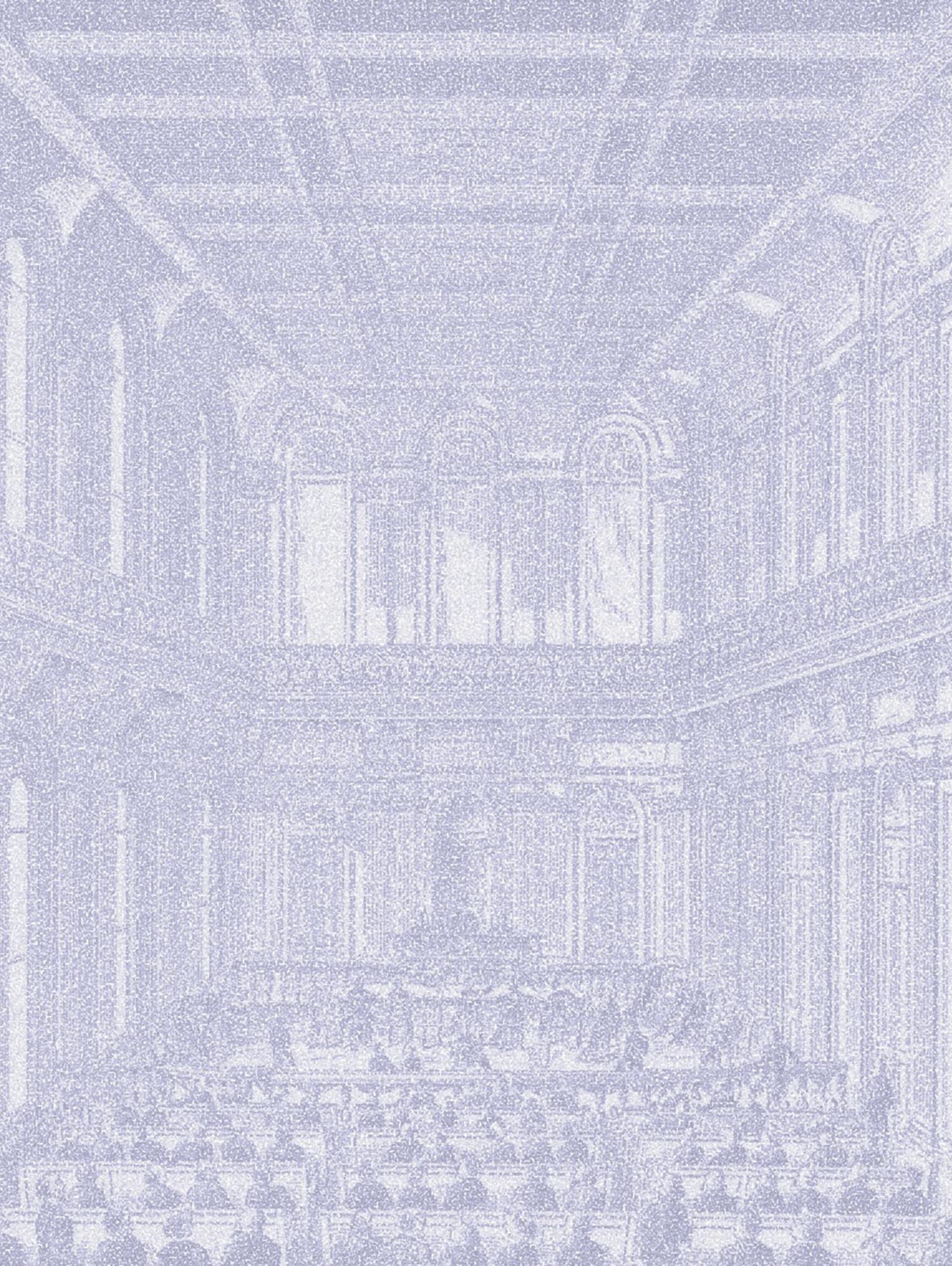
10.5 智慧財產權

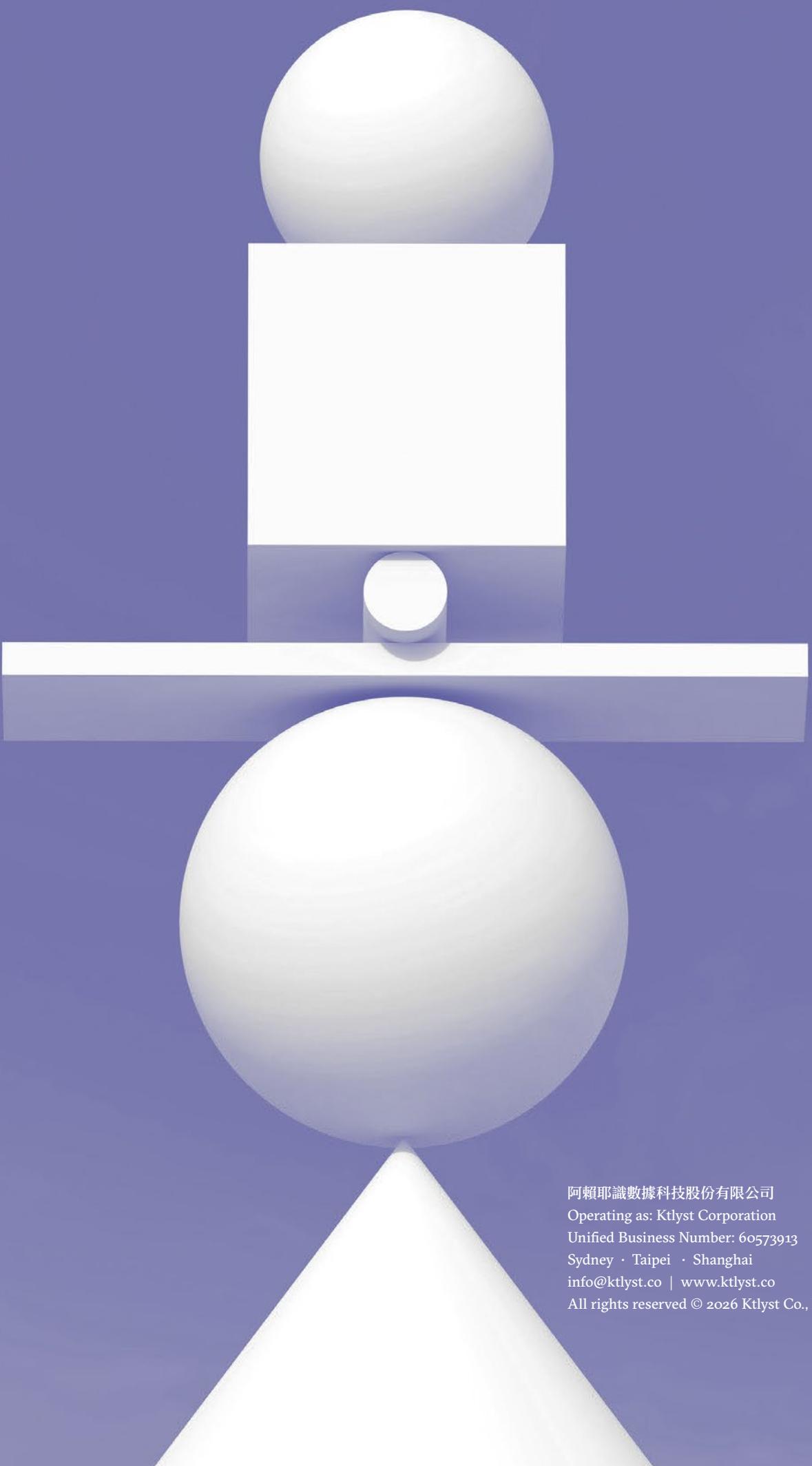
本年度報告所載的所有資料、分析內容、策略洞見、方法論、模型及書面資料，均為阿賴耶識數據科技股份有限公司（Ktlyst Corporation 品牌）之智慧財產。未經 Ktlyst Corporation 事前書面同意，不得以任何形式或任何方式一包括電子、機械、影印、錄製或其他方式一重製、儲存於檢索系統或傳輸本出版物的任何部分。凡引用第三方資料、研究或智慧財產之處，已提供適當的出處標注。所有第三方資料的相關權利歸其各自所有人所有。

10.6 適用管轄範圍

本出版物及其所述服務可能受澳洲聯邦、中華民國（台灣）、中華人民共和國，以及 Ktlyst Corporation 或其附屬機構營運所在其他司法管轄區的適用法律及專業義務規範。讀者有責任確保其對 Ktlyst 服務的使用符合其相關司法管轄區的所有適用法律及法規。Ktlyst Corporation 並不聲明本出版物所述資訊或服務適用於所有司法管轄區或可在所有司法管轄區使用。本出版物中的任何內容，均不應被解釋為在任何此類招攬或要約屬違法的司法管轄區進行招攬或提出要約。

阿賴耶識數據科技股份有限公司
Operating as: Ktlyst Corporation
Unified Business Number: 60573913
Sydney · Taipei · Shanghai
info@ktlyst.co | www.ktlyst.co
All rights reserved © 2026 Ktlyst Co., Ltd.





阿賴耶識數據科技股份有限公司
Operating as: Ktlyst Corporation
Unified Business Number: 60573913
Sydney · Taipei · Shanghai
info@ktlyst.co | www.ktlyst.co
All rights reserved © 2026 Ktlyst Co., Ltd.