

顧問研究報告-
因應企業管治檢討，調查其他司法管轄區的
企業管治體制

最後報告

香港理工大學
商管及資訊系統學院
院長及講座教授徐林倩麗

及

香港城市大學
會計學系
會計及公司法研究中心
系主任及講座教授辜飛南

合撰

由城大專業顧問有限公司呈交

二零零三年一月十四日

行政摘要

1 背景

本顧問報告的目的是分析及瞭解不同企業管治體制，包括香港、英國、美國、澳洲、馬來西亞、台灣及新加坡的法律、規管及制度架構，並將這些體制的長處及弱點與香港的情況比較，其中包括資料披露規定。我們比較分析這些司法管轄區改善企業管治體制的做法，可反映各地區的企業管治發展進程，或許有助於提出香港企業管治改革的建議。

這個有關企業管治及不同法律體系的比較研究，包括企業所有權模式，理論背景均利用了代理理論和合約不完備理論的經濟運作及信息不對稱問題。這個理論模式根據的理念是，要解決代理及合約不完備問題，不可或缺的是有效的企業管治。有效企業管治的重要要求是透明度、公平及問責性。這些要求確保公司的管理方法能增加公司本身的價值及令資源有效地分配。如果未能實行合適及有效的企業管治，結果可能是分配資源次優化，管理層濫用職權及盜竊，剝削外間股東及債權人，財務危機，甚至破產。事實上，很多人將亞洲近期的金融危機歸咎於不健全的企業管治。

我們評估企業管治的角色時，必須同時考慮市場制度的發展程度及其他法律基礎，包括為投資者提供最低水平保障及所有權結構的法例及有關條例之執行。考慮法律的角色時，必須注意國際上有兩種主要的法律制度，分別為普通法及民事法，為投

資者提供不同程度的法律保障。實行普通法的國家包括了澳洲、新加坡、英國、美國、馬來西亞及香港，而印尼、菲律賓、德國及台灣等則屬於民法國家。民法國家與普通法國家比較時，對投資者的保障較弱，而且資本市場不那麼發達(包括股票市場規模較細)。所有權結構為企業管治帶來一連串複雜的問題，香港的家族所有權引起的問題尤甚，造成不同的代理問題，比如小股東指稱遭剝削。我們評估及瞭解企業管治時，必須考慮這些不同的所有權結構。

緩解代理問題及改善企業管治的建議林林總總，這並不意外。其中一項獲普遍支持的建議是聘用獨立非執行董事出任公司的董事會。獨立非執行董事被認為可透過監察董事會及其屬下委員會拉近管理人及股東間的利益。此外，獨立非執行董事可將個人的專業技能，引進董事會及其屬下委員會。可惜，獨立非執行董事行使他們獨立的判斷力時，以及在董事會及其屬下委員會履行監察角色時究竟有多少效用仍有待驗證。研究結果差強人意可能是以往有關獨立非執行董事與業績關係的研究沒有考慮商業環境的複雜性，包括增長機會、機構規模、商業的種類(包括：行業及所有權結構的性質(包括：被研究機構現有的企業管治))。

我們在本研究比較分析不同企業管治體系採用的取向是，這些體系是因應當地的法律、政治及制度基礎逐漸形成的。企業管治體系大體可分為兩類：大部分東亞國家沿用的以關係為本體系；在美國、澳洲及英國市場為較發達市場中運行的以市場為本體系。

要推動優良的企業管治並沒有放諸四海皆準的方法，但各項文獻提出了三項規管取向來促進優良企業管治。我們利用這三個不同取向比較分析各體系。這些取向分別是明文規定取向、非明文規定取向及平衡取向。明文規定取向透過立法或規例要求公司推行特定的企業管治措施。非明文規定取向容讓公司根據情況需要，擬訂具體企業管治方法，但必須適當披露這些措施。平衡取向會明確列舉最優良的企業管治措施或最佳應用守則，如果公司違反這些措施，會要求公司作出適當披露。我們利用這架構分析本研究所探討的國家對企業管治的規管取向，並評論如何透過這些措施促進香港的優良企業管治。

我們採取的研究方法包括：綜合回顧美國、英國、澳洲、台灣、新加坡、馬來西亞及香港等地的主要企業管治報告及研究、學術文獻、法律及規管要求，以及董事會常規調查報告。我們亦回顧了有關企業管治變數與業績關係，以及資料披露成本的文獻。我們更訪問了不同國家（美國、英國、澳洲及馬來西亞）政府部門的主要規管機構及官員，以及私營企業的知名企業管治專家。

我們回顧主要的企業管治報告後，發現報告均集中於探討董事會組合，行政總裁角色，非執行董事的重要性，核數師的角色及問責性問題。各報告針對的主要問題具體來說包括：(1) 董事會成員處事應以股東利益為大前提；(2) 董事會應由執行董事及外間非執行董事組成，而委任董事會成員的過程應該具有透明度；(3) 最好區分行政總裁及主席的角色，或由非執行董事出任主席，或委任一位獨立的領頭董事；(4) 非執行董事必須有能力客觀檢討董事會的表現，並於潛在衝突發生時帶頭

解決。有建議指挑選非執行董事時，應更加注意他們不同的背景，為公司引入特別技能或經驗；以及(5) 強調獨立外聘審計的關鍵角色是確保報告具透明度及適時。

2 主要研究結果

2.1 有關企業管治文獻的回顧

本章回顧的文獻對企業管治及公司業績的關係存在不一致的詮釋。結果相異的原因可能是不同研究採用不同指標衡量企業管治及企業業績。總括來說，大多數研究發現，增加股東及董事的所有權可改善企業業績，但其他有關股東積極主義及公司業績關係的研究並沒有提供確切的結果。另一派文獻集中分析董事會特色與公司業績的關係，亦找不到明確的證據顯示董事會規模、行政總裁雙重身份、董事會組合及公司業績的連繫。但有一點值得注意的是，近期一些研究提出，成員超過六至七位的董事會可能效能較低，而董事會的規模是有某種最優化程度的。這當然要視乎機構的規模及業務性質。有關較高質素的董事 (以才能及經驗來衡量) 及更多董事會活動與較佳公司業績關係的研究，結果比較明確。投資者或專家的意見及排名一般都支持企業管治可改善公司業績的看法。

上述的文獻回顧雖未能提供明確的證據支持企業管治及公司業績的正面關係，但越來越多法律及商業文獻強調優良的企業管治可改善業績。原因是在最後的分析時，企業管治反映管理質素。有效的管理層為了維持長期的優良業績，需要建立一些控制來預防欺詐行為及減低財政操縱的機會 (CLSA, 2002)。整體來看，法律及商業文獻所載證據及意見的份量足以顯示企業管治是影響公司最終業績的其中一個因

素。此外，以往的文獻亦指出，披露財務資料是建立優良企業管治的元素之一，但本身是有成本的，所以香港考慮改革披露財務資料政策時，必須計算這些成本。

2.2 比較分析各司法管轄區

我們比較分析了不同司法管轄區的法律及規管要求，以及有關企業管治的建議(包括會計準則及資料披露，諸如關聯方交易)。我們探討了企業管治三個主要範疇，分別是：董事會特色；規管機構對披露企業管治的政策及措施的要求；以及獨立性的定義。

2.3 文獻回顧的研究結果及推行的程度

我們在以下數段落綜合文獻回顧及比較分析的主要研究結果。這樣可羅列回顧的文獻所提出的主要建議，並評估我們研究的司法管轄區推行這些建議的情況。

不同司法管轄區的一般建議及推行情況如下：

2.3.1 董事會組合

董事會應包括多少位非執行董事的具體建議並不一致，但一般都強調公司要確保個別人士或一組人士不能控制董事會的決策。倫敦證券交易所的《綜合守則》更進一步訂明非執行董事應最少佔董事會成員數目的三分之一。就獨立非執行董事提出的建議比非執行董事的更具體。如果沒有規定獨立非執行董事數目(普遍是三位 - 例如美國)，便闡明董事會有多大部分須由獨立人士組成。除了台灣以外，大多數司

法管轄區均要求董事會最低限度有三分之一的成員是獨立非執行董事。台灣要求公司在首次上市時最少有一位獨立非執行董事，但沒有規定董事會要持續有獨立非執行董事。

2.3.2 董事教育及培訓

除了馬來西亞外，大部份司法地區均沒有釐定董事教育及培訓的條例，不過在澳洲及美國，有關之公司董事公會均有提供董事教育及培訓。

2.3.3 行政總裁雙重身份

行政總裁雙重身份(行政總裁及主席的職位由同一人出任)在美國相當普遍，但英國、澳洲、馬來西亞及新加坡等司法管轄區則不獲鼓勵(並沒有禁止)。他們所持的理念基礎是主席作為董事會的領導應獨立於管理層。如果他亦主管管理層，便難以有效發揮其角色。有意見認為經營一家公司與統籌董事會事宜是兩樣截然不同的工作，不應由同一人兼任兩項工作。有些司法管轄區，好像美國及馬來西亞便規定將兩個角色合併的公司要交代作出這樣決定的原因。我們可以假定，將兩個角色合併對需要穩健領導的小規模高增長公司特別有利。

2.3.4 取閱資訊

董事為了履行責任，必須獲得所有有關公司的資訊。非執行董事獲得的資訊通常比執行董事少，因為他們不那麼密切參與公司的日常業務。所有董事必須獲得最多準確及最新的資訊，以便作出正確的決定。如果董事未能要求及獲取適當的資訊，可

能要對沒有履行小心處事的受信責任負起法律責任。香港、英國及新加坡明確規定所有董事必須有同等權利取閱資訊。

2.3.5 外間顧問意見

另外一項普遍的規定是，董事履行職責時可聘用外間法律或其他專業顧問，費用由公司負責。這可確保董事根據法律及條例履行職責，而不需處處依賴公司。

2.3.6 資料披露

本研究探討的司法管轄區中，除了美國及台灣以外，全部均要求公司在年報內加入報告，陳述匯報期內所施行的企業管治措施，並詳細指出公司有否遵守（適用於公司的）強制性的企業管治規定。如果公司沒有遵守強制性的規定，必須交代原因。這類報告可成為獨立的陳述書，載於年報內，或作為財務報表的一部分。

各司法管轄區對披露董事會資料大都有更廣泛的規定。必須披露的資料最低限度包括了董事的姓名和資歷，他們是非執行董事抑或獨立非執行董事，及其他可幫助股東評估董事履行責任的能力的個人資料。比較不普遍的規定是披露個別董事聘用合約的詳情。

2.3.7 獨立性的定義

不同司法管轄區對獨立性下的定義並不完全相同，但十分類似，只是在字面上或詳情有差別。一般的定義是，董事與公司、與該公司有關的其他公司、或公司的僱員

沒有關係，亦沒有其他關係可被認為會影響董事的獨立判斷力。如果規條相異，大都有詳情解釋哪些關係會影響獨立性及哪個時段適用。另一項條件是限制董事的控股百分比至不超過已發行股本的 1%，以確保董事的獨立性。

3 關聯方的資料披露

根據《國際會計準則》24，關聯方的定義是其中一方有能力控制另一方，或對另一方的財務及營運決策有重要影響(兩方均被視為互有關聯)。受共同控制或受共同重要影響的各方亦屬關聯方。

所有司法管轄區及香港《會計實務準則》20 均廣泛地採用這定義，而且對資料披露的規定亦相當類似，並包括關係種類的性質及交易的成分詳情。香港的《公司條例》及《上市規則》，以及新加坡的準則均要求披露更多有關董事薪酬、借貸及關聯方交易的資料。

4 企業管治措施的專業調查

調查結果顯示，不同司法管轄區對行政總裁雙重身份、董事會規模、董事會組合及董事會會議等安排有一些分別，而英國及美國的董事會規模較大，可作為典範。

5 會計專業的規管

本研究探討的大部分司法管轄區的會計專業均自行規管，並由政府部門監察制定會計準則。

6 訪問結果

受訪者認為香港特區政府應帶頭立法管制及規管企業管治的基礎，諸如關聯方交易，以便為投資者提供公平競爭的環境。他們認為企業管治改革應採用平衡取向，清楚明確羅列企業管治最佳應用守則之餘，容讓公司在交代原因及作出適當披露後不用遵守這些規定。受訪者一般不同意將企業管治措施立法。他們認為企業管治改革是項長期的過程，包括了改變企業管理層的思維及文化。董事接受培訓及教育可促進企業管治措施。這可改善董事，包括獨立非執行董事的質素（以誠信及工作能力而言）。但受訪者質疑香港是否有「真正獨立」的非執行董事存在，因為本地的商業社會相對來說屬小規模，而且許多公司由家族控制。許多受訪者建議公司將物色董事的工作交給專業獵頭公司負責。這些公司建立了全球網絡，可招聘到海外有質素的人選。此外，他們認為越來越難聘請優良質素的獨立非執行董事，除非是增加補償及提供更多獎勵。有些受訪者指出，香港缺乏諸如美國 TIAA-CRFF 等強大機構投資者的影響。這些投資者可被視為外部監管系統，監察企業管理。他們認為香港特區政府應施行更嚴厲的措施（包括更重的刑罰）及讓董事可推行更有效的執行措施，以防止管理層管理失誤。

有些受訪者認為香港引入集體訴訟可保障投資者，尤其是小股東的利益。但個別受訪者則擔心集體訴訟會影響香港整體的訴訟環境，帶來高昂的社會成本。

7 建議

我們進行的研究及整體分析有助於提出一些建議。我們考慮這些建議時，注意到各司法管轄區於採用某種取向時很大程度視乎當時的經濟發展狀況，現有的法律、規管及政治架構，以及所有權模式。本研究的建議是基於分析架構所採用的三個企業管治取向。新興市場的法律，定義一般都比較含糊，或者執行不力，故此保障投資者的問題更令人關注。尤其是擁有控制權的股東在公司內發揮重大影響力，小股東的權益將首當其衝，而且他們可能透過不正當的交易剝削小股東的財富。亞洲公司普遍的情況是，創立公司的家族通常仍擁有該公司大部分的所有權及控制權（有些情況是透過交互持股的錯綜複雜的網絡及金字塔持股方式）。有時，公司亦受政黨的影響。規管機構為了向投資者提供一些保障，通常會制定大量的企業管治規則及法例，要求上市公司遵守。例如：馬來西亞及台灣（部分原因是民事法傳統強調將規則編纂為成文法則）比其他地方採用更嚴格的明文規定取向。新加坡亦採取這種明文規定取向，但程度不及馬來西亞或台灣。《新加坡的企業管治委員會報告》（2001）最近建議新加坡應摒棄這種明文規定取向，而採用平衡取向，向著以資料披露為本的體系發展。

美國是採用非明文取向的一個好例子。當地具有已發展的經濟體系及市場，悠久的商業歷史，清晰界定及可預測的普通法，而且投資者有嚴謹的執法制度（即集體訴訟）來保障他們作為股東的權利。一些專業團體或有關的私營機構或會擬定最佳應用守則，但公司沒有義務遵守。有些公司也許會遵守這些守則，讓市場認為它們在

企業管治方面是「負責任」的企業。我們進行文獻回顧時發現，投資者會為自願遵守最佳應用守則的管理優良公司付出溢價，所以公司最終會受益。本研究考查的國家中，另一個主要採取非明文規定取向的地方是澳洲。澳洲證券交易所的《上市規則》要求公司陳述它們實施的企業管治措施。這些政策並不具約束力，公司可自由遵守既定的指引或發展自己的指引。

英國的情況是平衡取向，即「遵守或交代」的最佳例子。倫敦證券交易所要求公司陳述如何應用《綜合守則》的原則。如果公司沒有遵守，必須加以披露，並交代原因。

非明文取向對於新興市場，或甚至仍然存在有控制權股東的已發展市場，顯然不切實際或效用不大。這取向在美國可行的原因是當地的法律制度完備，投資者成熟，而且監管機構制定了廣泛的資料披露要求。明文規定取向通常不大有效用，因為其假設是措施「放諸四海皆準」，但事實上，規模不同的公司在不同環境下運作，對一家公司有效的措施不一定適用於另一家公司。但最近美國發生的金融醜聞，包括 Enron，Worldcom 及 Xerox 的事件引起關注，令人質疑美國企業管治的非明文規定取向是否有效。平衡取向給予公司於不同時段自由採用最適用的措施，並要求沒有遵守最佳實務守則的公司解釋其企業管治措施，藉此加強對投資者的問責性。

香港的情況與本研究分析的其他所有司法管轄區不完全相同，但在某些方面相當類似。香港的家族所有權與馬來西亞及新加坡等國家一樣非常普遍，但前者的市場比

較發達，主要原因是存在跨國公司，它們需要達到國際認可的最佳實務守則水平。

從法律角度看，香港與美國的董事要履行相同的責任及義務，但香港強制董事執行職責的機制，以及他們沒有履行責任時採取的補救方法並不及美國有力(例如集體訴訟)。我們建議香港採取一個雙管齊下的取向提高企業管治水平：

(1) 需要將一套基本的規則強制為最低的規定，較理想的方法是列入證券交易所的《上市規則》。規定應包括獨立非執行董事的人數；獨立非執行董事佔董事會成員的比例；比較全面的獨立性定義及質素更優良的資料披露(包括關聯方交易)。所有上市公司必須遵守這些規則。

(2) 必須制定一套全面的最佳應用守則，並鼓勵上市公司加以遵守或交代沒有遵守原因。守則涵蓋的事宜可包括：行政總裁的雙重身份；董事會組合；披露企業管治的措施；及或許成立企業管治委員會。企業管治委員會可作為中央的企業管治機制，因應公司的規模及情況，評估、推行及監察內部的企業管治政策。這委員會亦可負起薪酬委員會及提名委員會一部分的責任，作為實行正式成立這些委員會此等較長遠目標的過度步驟。

推行 (1) 及 (2) 基本上即採取平衡取向，將與英國的情況相當相似，但為了加強香港的國際形象，所以需要制定額外的規則。基本的規則可為一些「主要」的企業管治問題提供基本保障，而最佳應用守則可令公眾人仕知悉及讓投資者檢查哪些公司選擇不遵守最佳實務守則。這在本質上是符合以資料披露為本的理念。

如果只有法律及條例，而沒有執行的話，亦是沒有效用的。我們分析不同司法管轄區的執行機制後，發現香港需要致力加強證券及期貨事務監察委員會調查公司違反有關法例及規例的權力。這可阻嚇違規者藐視保護股東的最基本的法例及規例，並可配合企業管治的平衡取向。

目錄

	頁
行政摘要.....	i
目錄.....	xiii
第一章 緒論	
1.1 引言.....	1
1.2 目的及結構.....	2
第二章 理論及研究方法	
2.1 引言.....	4
2.2 理論背景.....	4
2.3 法律制度.....	6
2.4 所有權結構.....	9
2.5 獨立非執行董事的角色.....	12
2.6 分析架構.....	12
2.7 研究方法.....	14
2.8 總結.....	16
第三章 回顧企業管治報告	
3.1 引言.....	17
3.2 國際企業管治報告.....	17
3.3 總結.....	29
第四章 有關企業管治文獻的回顧	
4.1 引言.....	30
4.2 企業管治及公司業績.....	30
4.3 回顧有關資料披露成本的文獻.....	52
4.4 總結.....	57
第五章 法律及規管規定的比較研究	
5.1 引言.....	59
5.2 香港.....	59
5.3 英國.....	77
5.4 美國.....	90
5.5 澳洲.....	101

5.6	馬來西亞.....	107
5.7	台灣.....	115
5.8	新加坡.....	122
5.9	關聯方交易的比較.....	130
5.10	香港及其他司法管轄區有關董事會守則監管規定之比較.....	133
5.11	調查.....	134
5.12	總結.....	135
第六章	訪問所得結果	
6.1	引言.....	139
6.2	訪問結果.....	139
6.3	總結.....	143
第七章	摘要及建議	
7.1	引言.....	145
7.2	分析及建議.....	145
7.3	結論.....	150
參考書目		151
附錄		
附錄 1	受訪者名單.....	164
附錄 2	詳細比較各主要國際企業管治報告的建議.....	165
附錄 3	Gul 及 Leung (2002) 研究所採用的自願資料披露屬性特質.....	177
附錄 4	各司法管轄區的法律及規管架構調查.....	178
附錄 5	不同司法管轄區對企業管治資料披露的規管要求.....	179
附錄 6	比較不同司法管轄區對董事會常規的規管規定.....	180
附錄 7	比較不同司法管轄區內會計專業的規管架構.....	183
附錄 8	各項調查的概要.....	184
附錄 9	各司法管轄區的企業管治最新發展.....	188

第一章 緒論

1.1 引言

大部份作者將最近的亞洲金融風暴歸咎於東亞地區經濟的各項結構性缺陷，例如：長期罔顧道德原則、不嚴格的法例及監管、裙帶關係資本主義及薄弱的企業管治。許多人更認為薄弱的企業管治及財務監管不足是引起該風暴的元兇。

Rajan 及 Zingales (1998) 提供了一個架構，有助理解薄弱的企業管治如何引發金融危機。他們將企業管治體系分為兩大類：以關係為本及以市場為本。東亞的商業環境主要以關係為本，透過所有權、家族連繫及政治交易，將公司、銀行及政府緊密聯繫起來。公司可依賴銀行融資，加上政府提供明確及含蓄的保證，故此以關係為本的體系認為不甚需要周詳的企業管治體制。由於保障長期投資的機構性機制薄弱，投資者被迫集中於短期投資。有些言論認為，亞洲國家的貨幣危機造成多家公司破產，令海外投資者信心崩潰，急速抽調短期投資。

另一方面，以市場為本（正常基礎）的體系根據明確的合約分配資源，可是合約難免存在漏洞，如果公司運作的環境有嚴謹法例維護投資者及更優良的企業管治，提供資金的投資者便可獲得更佳保障。故此，如果尋求發展及解放資本市場的國家採取以關係為本的體系，必須承受金融市場脆弱的風險，要不然就是透過以市場為本的系統，為公司引入優良企業管治，改善金融基礎建設。

金融危機後，亞洲地區多個國家的監管機構著手處理這些問題，包括為本身的金融基礎建設引入更多以市場為本的特性，並確保有更高透明度及問責性。本研究以此為背景，務求更深入瞭解不同企業管治體制，包括：香港、英國、美國、澳洲、馬來西亞、台灣及新加坡的法律及規管架構；並調查這些司法管轄區採取了那些措施改善其企業管治體制。

1.2 目的及結構

本研究報告的目的包括：

- 進一步瞭解不同企業管治體制，包括：香港、英國、美國、澳洲、馬來西亞、台灣及新加坡的法律、規管及機構架構。
- 考查這些司法管轄區已採取或將採取的各項措施藉以改善及發展其企業管治體制。
- 比較這些司法管轄區與香港的情況，範圍包括：各企業管治體制的長處及弱點，特別是監察及確保遵守企業資料披露規定的體系。
- 進行資料搜集，對象是這些司法管轄區內資料披露成本的研究。

第二章為企業管治提供理論基礎，包括法律基礎條件及本報告的研究方法。這一章分析問題時，大體上參考代理理論和合約不完備的經濟運作，及影響企業管治演變及發展的法律制度。第三章將回顧一些主要的企業管治報告，包括《Cadbury 報告》、《Dey 報告》、《通用汽車公司指引》、《Hampel 報告》及《經合組織報告》。第四章將回顧有關企業管治及公司業績（包括資料披露問題）的文獻。這一章集中檢閱企業管治不同範疇的研究，包括：董事會組合，董事質素，行政總裁的雙重身份，股東的積極主義及公司業績。第五章就企業管治進行比較分析，詳述不同國家的法律及規管要求及資料披露情況。這

章比較分析了本研究中重點探討的七個司法管轄區的法律及規管基礎條件（包括會計準則及資料披露），所以是本報告的核心。這一章亦會探討關聯方交易的問題。我們就不同司法管轄區企業管治措施的效能，訪問了一些規管機構及私營機構的知名企業管治專家，訪問結果概要地闡述於第六章。我們在最後一章總結本研究所探討的各項問題，並提出建議。

第二章 理論及研究方法

2.1 引言

本章闡述企業管治及不同法律體制（包括企業所有權模式）角色的理論背景，並提供一個架構，分析及瞭解抽選的司法管轄區（英國、美國、澳洲、馬來西亞、台灣及新加坡）的企業管治體制，並與香港的情況比較。本章最後一部份概述本報告採用的研究取向及方法。

2.2 理論背景

代理理論和合約不完備理論的經濟運作及信息不對稱問題，為企業管治提供了理論基礎。現代企業的所有權（最簡單來說，即股東）及控制權（管理層）分割，因而產生了代理問題 (Shleifer and Vishny, 1997)。管理人通常未能單靠自己提供所需資金，所以需要融資人協助。另一方面，融資人缺乏管理層所獲得的資訊，可能面臨管理人直接剝削其資金的風險。代理理論預期管理人 (風險迴避代理) 將投機取巧，損害股東 (委託人) 的利益 (Jensen and Meckling, 1976; Fama and Jensen, 1983)。大股東剝削小股東的利益亦會引起這樣的代理問題。但「合約不完備」問題可影響代理問題的嚴重程度。

公司被視為在個人及團體交錯中的一組合約。公司希望設計最低成本的合約（包括將代理成本降至最低）。這些合約包括正式合約（例如法律合約）及非正式合約（例如行政政策及安排）。會計被視為規範公司各種合約中不可或缺的一部份。要訂定合約確保投資經理維護股東利益，並執行及監管這些合約，成本相當高昂，更會影響公司的盈利能力及生存競爭力。要為商業環境中各式各樣突發事

情訂定合約並不可能，所以會出現「合約不完備」的情況。由於產生了代理問題，要訂定合約應付每一種可能發生的情況或突發事情，並監管這些合約將越加困難。

所有權及控制權分割讓管理人可從事投機行為，剝削投資者或錯誤分配公司資金。這種代理問題是投資者作出投資決定時考慮的其中一項因素 (Williamson, 1991; Grossman and Hart, 1986)。企業管治有助解決現代企業在這方面的問題，可被視為一種機制，讓企業資金的提供者可確保投資有一定回報 (Shleifer and Vishny, 1997)。

一般來說，有效企業管治的主要要求是透明度、公平及問責性。協調要有效，並要具備推動力及有效分配資源，先決條件是要有清楚明確的資訊。公平則有關法律保障及履行合約；而問責性則提供動機及紀律，使管理層受到監管及獲得適當推動力。這些要求確保公司的管理方法能增加公司本身的價值及令社會整體的資源能有效地分配。如果未能實行有效的企業管治，結果是分配資源不完善，管理層濫用職權及盜竊，剝削外間股東及債權人，財務危機及甚至破產。

各企業實行的管治措施林林總總，美國公司所採用的方法更是五花八門，其中包括：增加管理層股權，機構投資者，審計委員會，董事會內有關獨立非執行董事的事宜及區分主席與行政總裁角色等。企業管治措施是否有效，最關鍵的因素是成員的獨立性。

評估企業管治時，我們必須同時考慮兩項與企業管治本身沒有關係的事情。首先，在許多亞洲國家，公司的所有權由幾個家族操控。此外，一個家族普遍使用交互持股及金字塔方式收購及控制幾家公司。有些人憂慮由關係密切的家族集團同時控制多家公司，可能有利於控權股東剝削非控權股東。另一方面，市場制度的發展程度及其他法律基礎亦會影響企業管治。

2.3 法律制度

在所有企業管治環境下，法律制度（包括法例及執行有關條例）為投資者提供最低水平的保障。要條例有效，必需設立執行機制。當觸犯條例時並無不良後果，則此等條例祇會在有利及方便時才依從，在企業環境內，如無條例及相關執行機制去防止，則大股東會作出影響力從而由小股東身上掠取不公平之利益。每當沒有法律監管，經理人員極有可能盡量增大私人利益，而損害股東之利益 (Stone, 1991)。因此，必須利用立法/條例草擬的程序產生一系列的法律/規則以防止這些投機行爲。

檢視條例執行機制的功能有不同方法。Wells (2001) 界定了四類條例模式¹，而在這四類模式之中，祇有法律—理念模式明顯地指向執行方面，它聲明條例是設計來消除問題，而執行則假定為法律之自然後果，部份人仕認為「一個強而有力的執法系統可取代軟弱的規則，因為積極及運作良好的法庭可以介入並挽救投資者免於管理層的濫權」(La Porta *et al.*, 1998)。舉例來說，La Porta *et al.* (1998) 提出論辯認為當保障投資者的法例軟弱無力時，一個強而有力的執法體系可取而代

¹ 這四類模式即為刑事公平、理性-法律、經濟、與及矛盾模式。

之，根據觀察投資者較為偏好投資於較嚴謹執法的市場，尤其是當市場內的法例保障軟弱時為甚（諸如奉行法國式民事法的國家，而它們在保障投資者及信貸者的評分皆是最低）。不過，在檢視了全球超過四十九個國家之後（包括普通法及民事法司法管轄區），並無證據顯示執法事宜可實際取代強而有力的法律，在法式民事法國家，無論法律本身及執行系統皆祇能對投資者提供差劣的保護。雖然這爭論點仍未得到實證支持，可以想像個別人仕可提出爭論，認為較為嚴謹的執法可達至高層次的企業管治。

世界各國的法律制度主要分為普通法及民事法兩大類²。Shleifer 及 Vishny (1997) 認為這兩種對投資者有不同程度法律保障的法律制度，加上集中的所有權，是所有國家企業管治體系的兩個主要元素。La Porta *et al.* (1997) 發現，由法律規則及其執行所營造的法律環境會影響一個國家資本市場的闊度及深度。他們的研究將 49 個國家分類為普通法國家（例如澳洲、加拿大、新加坡、英國、美國、馬來西亞及香港）及民事法國家（例如印尼、菲律賓、德國及台灣）。他們發現民事法國家與普通法國家比較時，對投資者的保障較弱，而且已發展的資本市場數目較少 (La Porta *et al.*, 1997; 1998)。法律保障包括各種表決權，例如：一股一票規定，以及反對董事之權利，例如：賦予小股東權利及提供機制讓他們利用累計表決或比例代表制派代表進入董事會。以上各項研究進一步證實的理念是，投資者在香港等普通法司法管轄區比民事法國家獲得更多法律保障，條例執

² 民事法制度共有三類：法國、德國及北歐制度。「法國商業守則」早於 1807 年創始，並將其法律影響延伸至近東及北非洲、印支半島、大洋洲地區及法屬加勒比海群島。「德國商業守則」在 1897 年俾斯麥統一德國後擬定，並沒有像法國守則般普遍被採用，但對奧地利、捷克、希臘、匈牙利、意大利、瑞士、南斯拉夫、日本及韓國等地方的法律理論及學說有重要影響。雖然北歐制度源自羅馬法例的地方比法國及德國制度少，仍一般被視為民事法的傳統 (La Porta *et al.*, 1988, pp. 1118-1119)。

行亦更為有效。法律制度及條例執行是企業管治措施的基礎，但所有權結構令公司產生不同代理問題。我們要徹底理解這方面情況，才可以評估及瞭解企業管治。

我們對於不同司法管轄區外有關企業管治的法律制度及執行條例所作之回顧，促使我們可以歸納出典形的執行情況，以下所述乃是一典形執行機制之總結。

執行條例之責任可從三層架構中找到。最上層乃是一個國家或司法區的公司性法(或同等法例)，而由政府或半官方機構全國性執行，所有根據公司法成立之公司皆受此法例監控。

其次是證券法例，由一證券委員會或證券局等機構執行。這些法例祇適用參與公司證券銷售及貿易之法定個人及團體。

最下層之執行責任由個別證券交易所執行。交易所大多是自行監管亦因此有責任釐定條例/規則對上市公司進行遵守性監管，很多時交易所會跟證券委員會緊密合作，促使執行條例時交易所條例及證券法均被採用，交易所條例可經由合約性協議執行(作為上市條件)，及以證券法中的法律規定作為援引，很自然地，在這下層執行架構，所有規則皆祇適用於市場參與者。

普遍提出執行條例有幾種方式，交易所理所當然地需要負責保持某種市場監察以確保遵守諸如披露等規則。若缺乏或作出不當之披露規則及出現不正常之活動會

引致深入調查從而有機會發現違反法例或規則之情況。當違法情況出現，交易所能作出紀律處分(於後段詳述)，違反證券法或公司法會被提交到有關機關作進一步調查及執行這些法例。

政府/半官方政府部門很多時都會對交易所報告的潛在違法事件作出反應。另一常見情況引致調查及執行行動多由個人或團體舉報潛在違法事件。最後，條例有時會私下執行，由個人或團體對另一個人或公司提出法律訴訟。此情況有時被稱「私人執行」。

紀律行動可以由對公司或個人作出書面警告、公開譴責、禁令、永久或暫時性取消上市地位、罰款以至監禁，處罰除違法之嚴重程度而增加。如因違法行為包含了刑事情況(諸如欺詐)，則會進行法律/刑事程序並可引致監禁刑期。

2.4 所有權結構

集中所有權在不同國家方式各異。在英美等已發展資本市場，機構持有股份以集中所有權本身可以是企業管治一種手段，用來監察管理層，確保他們以股東利益為大前提。1990年代，美國及英國以機構持有股份方式集中所有權，其後發展為投資者積極主義。這一類所有權被稱為「股票市場企業管治體系」，表示不同數目的大股東集體擁有英美兩地的上市公司。

其他國家以不同形式將所有權集中。日本差不多完全沒有收購行動及機構投資者，但集中和穩定的所有權及銀行的積極角色有助維持優良企業管治措施(Yafeh,

2000)。日本模式的企業管治稱為「銀行借貸企業管治體系」，特色是存在控股權密集的公司及銀行（日文稱為「系列」）。銀行本身是有影響力的股東，交互持有不同公司的股份，並對管理層起約束功能 (Franks and Mayer, 2001; Gorton and Schmid, 1999)。

Claessens *et al.* (2000) 亦研究了九個東亞國家³ 2,980 家上市公司在 1996 年的所有權及控制情況。他們分析 Worldscope 資料庫的數據，發現大部份上述的東亞公司附屬於一個集團，因此受制於一個個體，而這個體同時控制許多其他個體。他們在香港抽樣調查的 330 家公司中，60%是附屬於集團的。這些企業集團由複雜的所有權網絡控制，具有金字塔式的結構，最終的東主⁴在塔頂。他們的研究發現，除了日本以外，其他國家的家族擁有企業比例都很高。以上實證顯示，香港及東南亞國家普遍存在控股東主、主要創辦人及家族，被稱為「以家族為本的企業管治體系」。

以家族為本的體系

Rajan 及 Zingales (1998) 指出以關係為本的體系其中一個特點是公司的家族擁有權。香港上市公司一項主要特徵是家族控權，其中 66%的公司是由家族擁有 (HKSA, 1997a)。典型的情況是，一個大家族持有其上市公司相當比例的股份，而家族成員或獲他們任命的人則會成為管理高層 (Tsui and Lynn, 2001)。一項研究指出，香港首 15 個大家族所持的股份，資本市值相等於 1996 年本地生產總值的 84% (SCMP, September 2000)。常見的情況是，行政總裁和主席由同一人出任，

³ 9 個東南亞國家包括香港、印尼、日本、南韓、新加坡、馬來西亞、菲律賓、台灣及泰國。

⁴ 這研究將最終的東主分為多類：家族、國家、股份分散的財務機構或股份分散的企業。一家公司的股份分散，定義是在控制鏈上，沒有一個最終擁有人在控制鏈某一環持有 20%以上的股份。

並代表擁有控制權的家族。最近由 Tsui 及 Gul (2000) 進行的一項調查顯示，恆生綜合指數公司中，行政總裁和主席由同一人出任，並代表擁有控制權的家族的情況，在 1998 年及 1999 年的比例分別是 15%及 2%。股份持有的結構這樣集中，因所有權及控制權分割而引起的代理問題可能不會造成甚麼影響。事實上，有人認為家族擁有權亦可以作為企業管治手段，因為這可緩和股東所有權跟管理層的控制權分割所引起的代理衝突 (SCMP, 2000)。積極參與管理的家族股東訂定的目標，大都著眼於將長遠價值最大化。Tricker(1998) 認為香港的股東可被視為家族生意的一部分，東主管理人處於家族生意的中心點，被「同心環」圍繞。最內的一層是東主管理人的直屬家族成員，接著是業務上的關聯方，最後是「這個延伸家族外圍的股東」。在這種情況下，代理問題便不會出現，因為董事作為家族成員可獲信任，將以股東利益為大前提。

另一些人認為，代理問題的性質可能有所轉變，在家族擁有公司內持有控制權的股東可能剝削小股東的資金，方法是透過一個金字塔式的組織架構，最上層是一所私人持股公司，第二層的公司持有價值最高的資產，而上市公司則處於整體架構的第三層。香港的股份持有結構備受批評，原因是家族操控及自保行為會剝削小股東的利益。

事實上，任何國家的公司所有權集中，一般都會產生這樣的代理問題 (Shleifer and Vishny, 1997)。La Porta *et al.* (1998) 的研究指出，對投資者保障欠佳的國家，股份所有權更為集中 (La Porta *et al.*, 1998)。在香港，家族擁有高度集中的股份所有權，因此我們可推斷香港比較缺乏對小股東的保障。要舒緩家族所有權集中

帶來的代理問題，例如：剝削小股東的利益，其中一個方法是委任獨立非執行董事參與公司的董事會。

2.5 獨立非執行董事的角色

獨立非執行董事普遍被認為可透過監察董事會及其屬下委員會拉近管理人及股東間的利益 (Agrawal and Knoeber, 1996)。除上述角色外，獨立非執行董事可將個人的專業技能，包括政治及法律影響力，引進董事會及其屬下委員會 (Cravens and Wallace, 2001)。整體來說，獨立非執行董事關鍵的角色是通過提名、審計及薪酬委員會挑選、監察、獎賞或處罰管理人。實證顯示這些外聘董事會獨立處事，不受管理層影響 (Perry, 1999)，以履行其受信責任及維持他們作為精明行政人員及有效監察者的聲譽。在已發展的資本市場，公司為這些獨立非執行董事提供股票形式的獎勵計劃，推動他們有效地履行角色。不少實證研究曾分析聘用非執行董事能否改善公司業績，但找不到確實證據支持這種關係。獨立非執行董事行使他們獨立的判斷力，以及在董事會及其屬下委員會履行監察角色時究竟有多少效用仍有待驗證。我們將在本報告稍後部份進一步討論。無論如何，有一點相當清楚的是，三個委員會可否有效發揮角色及功能，很大程度視乎獨立非執行董事的角色。本報告亦將探討在香港獨特的家族控權結構下，有關獨立非執行董事質素的具體事宜，包括：聘用、培訓及持續教育。

2.6 分析架構

我們評估其他司法管轄區的企業管治體系時，需要確認這些體系是因應當地環境的法律及政治基礎逐漸形成的。所有獲抽選進行比較的國家（除台灣外）都是植

根於普通法制度的。但我們必須注意各司法管轄區有根本上的差別。例如：美國較多進行訴訟，而美國證券管理委員會在監管本土公司方面負起關鍵角色。亞洲國家的情況與美國不同，由於市場並不積極進行企業監控，所以未能有效地由市場來維持紀律。政黨參與上市公司管理的情況在一些亞洲國家相當普遍。例如：馬來西亞主要政黨及執政派系 (United Malay National Organization) 擁有及積極參與管理超過 50%的上市公司 (Chong, 1997)。故此，政治基礎在企業管治架構方面肩負重要角色，並會影響企業的資料披露情況。

除了法律及政治基礎外，制度因素亦是有關係的。現存的文獻提出實據，明確指出不同法律及制度環境，包括：所有權結構的形式，亦影響所有司法管轄區內代理及不完備合約問題的程度及性質 (La Porta *et al.*, 1998)。

因此我們的研究取向確認在打算進行調查的各個司法管轄區內，企業管治體系建基於當地的法律、政治及制度基礎條件。我們需要深入瞭解各已發展市場的根本差別，並與亞洲的情況相比。例如：英美以市場為本的企業管治體系要求有更透明的投資者保障，而馬來西亞、台灣及香港等亞洲國家則沿用以關係為本的體系。馬來西亞等一些國家，以關係為本的體系已根深柢固，要根據以市場為本體系推行企業管治改革實在困難重重。

各項文獻提出了三項規管取向來促進優良企業管治，分別是明文規定取向、非明文規定取向及平衡取向。明文規定取向透過立法或規例要求公司推行特定的企業管治措施。非明文規定取向容讓公司根據情況需要，擬訂具體企業管治方法，但

必須適當披露這些措施。這取向的理念是規條並非放諸四海皆準，並強調實質比形式重要，鼓勵公司發揚優良企業管治的精神，而不只是固守法例或規條。平衡取向會明確列舉最優良的企業管治措施或最佳應用守則，如果公司違反這些措施，會要求公司作出適當披露。我們利用這架構分析本研究中所抽選的國家對企業管治的規管取向，並評論如何透過這些措施促進香港的優良企業管治。

2.7 研究方法

本研究的整體目的是深入瞭解上述選取的司法管轄區內的企業管治體制。下一節將概述我們採用的方法。

2.7.1 綜合文獻回顧

我們綜合回顧了美國、英國、澳洲、加拿大、台灣、新加坡、馬來西亞及香港等地的學術文獻、董事會常規調查報告及企業管治研究。回顧亦包括專業機構提出的法律和規管要求及倡導的最佳應用守則。我們更分析了企業管治的主要國際報告，並檢閱有關企業管治變數及企業業績的關係，以及資料披露成本等的文獻。

以下列舉的是重要的學術期刊、主要的企業管治國際報告及由國際專業機構進行的董事會常規國際調查報告：

2.7.1.1 學術論文

由於時間限制，我們只集中回顧過往十年刊載於第一流會計及財經期刊的文章。期刊名單如下：

- Journal of Accounting and Economics

- Journal of Accounting Research
- The Accounting Review
- Journal of Financial Economics
- Journal of Law and Economics
- Corporate Governance: An International Review
- Journal of Financial and Quantitative Analysis

2.7.1.2 主要的企業管治國際報告

國際上有關企業管治的報告林林總總，倡導已發展的資本市場的企業管治發展。

我們只集中討論比較重要的報告，包括：

- Cadbury Report (December 1992)
- Dey Report (December 1994)
- Hampel Report (January 1998)
- OECD Principles of Corporate Governance (April 1999)
- General Motors Corporation Corporate Governance Guidelines (2001)

此外，本研究亦回顧了香港會計師公會所有有關企業管治的出版物。

2.7.1.3 專業文獻及董事會常規調查/研究

我們回顧了私營機構進行的一些調查來評估企業管治常規的執行及披露情況，其中包括：

- The 27th, 28th, and 29th Annual Board of Directors Study conducted by Korn/Ferry International (2000, 2001, and 2002).
- The Structure of Boards at S&P 1500 Companies published by Russell Reynolds Associates & Investor Responsibilities Research Center (1999).
- Board Committees: Considerations, Structures and Uses in Effective Governance published by American Society of Corporate Secretaries (2000).
- Corporate Governance and the Board – What Works Best published by PricewaterhouseCoopers (2000).
- CG Watch – Corporate Governance in Emerging Markets published by Credit Lyonnais Securities Asia (2001).

- Board of Directors Global Study published by Egon Zehnder International (2000).
- Corporate Governance: 1998 Survey of Public Listed Companies published by PricewaterhouseCoopers Malaysia.
- Corporate Governance Survey, 1999 published by Ernst & Young Australia.
- Guidelines for Good Corporate Governance, released by Practice Pacific Economic Cooperation Council (November 2001)

2.7.2 深入訪問

我們訪問了不同國家（英國、美國、澳洲、馬來西亞、加拿大及香港）政府部門的主要規管機構及官員，及私營企業的知名企業管治專家（見附錄 1）。進行深入訪問的目的是要瞭解這些司法管轄區與香港比較時，在長處、弱點、監管及遵守資料披露要求方面有甚麼差別。我們亦透過訪問探討受訪者國家的最新發展。第五章概述深入訪問的結果。

2.8 總結

本章利用代理理論及合約不完備理論背後的理念，概述了企業管治的理論基礎，甚或是政治委任。我們要瞭解企業管治，必須先認識各司法管轄區的法律體制及不同的所有權模式。我們亦提出了一個分析架構來研究及評估企業管治體制。我們透過兩個方法達到本研究的目的，分別是綜合文獻回顧及深入訪問。回顧的文獻是有關選取的司法管轄區內的法律及規管要求，其中包括企業管治的主要國際報告，董事會調查報告及不同國家的法律及規管架構。本研究更深入訪問了規管機構及知名的企業管治專家。我們相信這兩個方法有助瞭解這些司法管轄區與香港比較時，在長處、弱點、監管及遵守資料披露要求方面有甚麼差別。下一章將回顧主要的企業管治報告。

第三章 回顧企業管治報告

3.1 引言

本章回顧過去十年間出版有關企業管治的主要國際報告。我們探討的是整體董事會的問題，而不是董事會屬下個別委員會。這一章談及的主要報告包括：

- “Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance” (Cadbury Report, 1992)
- “Where were the Directors? Guidelines for Improved Corporate Governance in Canada” (Dey Report, 1994)
- The General Motors Corporation Guidelines (GMC, 2001)
- “Committee on Corporate Governance” (Hampel Report, 1998)
- “OECD Principles of Corporate Governance”, (OECD Report, 1999)

附錄 2 載有每個報告的詳細建議。

3.2 國際企業管治報告

1980 年代，英國一些大公司¹在毫無徵兆下相繼倒閉。英國的財務匯報議會 (The Financial Reporting Council)、倫敦證券交易所及會計界在英國成立一個委員會，由 Sir Adrian Cadbury 出任主席，處理企業管治缺乏統一守則的問題。這委員會的報告名為《Cadbury 報告》，是首個由私營機構推動發展的企業管治最佳應用守則，並成為英國企業管治發展的基礎。

《Cadbury 報告》在 1992 年發表，集中探討企業管治的財務範疇，例如：財政匯報，更特別討論董事會及核數師的角色。報告的主要目的是提供最佳應用守則，為推動優良企業管治設立指引。他們希望公司因應個別情況靈活地應用守則，發揮守則的精神，而不是硬性固守條文。

¹ 這些公司包括 Maxwell group、Pollypeck、BCCI 及其他。

1994 年在加拿大發表的《Dey 報告》是其中一個首先提供整套企業管治指引的報告。指引的要求可應用於在證券交易所上市的公司。其後，多倫多證券交易所在 1995 年採用了這一套指引，要求全部在該交易所上市的公司交代為何他們的企業管治與 Dey 指引有所不同。這種規定有效地使公眾人士注意企業管治事宜，使公司感受到壓力而改善本身的企業管治措施。這報告發表後，其他司法管轄區亦發表了許多類似報告。

美國的通用汽車公司 (The General Motors Corporation) 備受股東批評其企業管治及董事會常規，於是在 1994 年自己制訂企業管治指引。他們發展這套自我要求的指引時，曾徵詢董事會、股東及企業管治積極份子的意見。這指引備受業界，特別是加州公務員退休體制 (CalPERS) 等機構投資者歡迎。《通用汽車指引》(GMC Guidelines) 自此成為美國個別企業管治結構的基準。

其後，Hampel 委員會 (1998) 成立，結合鞏固《Cadbury 報告》(1992) 及《Greenbury 報告》(1995) (有關高級職員薪酬的報告) 的建議，並探討這兩個報告沒有提及的問題。該委員會分析 Cadbury 及 Greenbury 報告提出的建議的執行情況，並就薪酬政策、問責性及審計提供更多明確建議。

Hampel 認為優良企業管治不只是規定某些企業結構及遵循一系列硬性的規章。報告強調「對號入座」是嚴重問題，重形式不重實質一直會是潛在的問題。優良企業管治需要根據個別公司不同情況進行有根據的判斷，並需要靈活處理及具備常識。公司應隨時準備檢討及解釋其管治政策，包括有甚麼特殊情況支持

他們偏離普遍認可的最佳實務守則。股東及其他利益關聯人仕同樣應該靈活地詮釋守則，並聆聽董事的解釋及根據充分理據下判斷。

《經合組織企業管治的原則》(OECD Principles of Corporate Governance) 在 1999 年出版，原意是為經合組織成員國的上市公司提供一套非強制推行的企業管治原則。提供的原則可供當地的政策制訂者參考，作為起始點，探討的題目包括：股東權利及公平待遇，利益關聯人仕的角色，資料披露和透明度，以及董事會責任等主要範疇。

2001 年 11 月，太平洋經濟合作議會(Pacific Economic Cooperation Council-PECC) 發表了《優良企業管治措施指引》(“Guidelines for Good Corporate Governance Practice”)。太平洋經濟合作議會是由政府官員、學術界人仕及商界領袖組成的組織，提供機會讓成員國討論亞太區國家的合作及政策協調問題。議會其中一項主要工作是根據較全面的經合組織原則擬定企業管治指引，並特別注意成員國²適用的原則。下一節將討論各主要報告提及的重要企業管治機制及值得關注的事項。

3.2.1 董事會的結構

公司的董事會結構通常可分為兩類，視乎該公司運作的司法管轄區是採用普通法抑或民事法。

²太平洋經濟合作議會成員委員會代表的經濟體系包括：澳洲、汶萊、加拿大、智利、中國、哥倫比亞、厄瓜多爾、香港、印尼、日本、韓國、馬來西亞、墨西哥、紐西蘭、太平洋群島論壇、秘魯、菲律賓、俄羅斯、新加坡、台灣、泰國、美國、越南、法國（太平洋地區）及蒙古。

普通法的司法管轄區內，例如：英國、美國、香港及其他受英國法制影響的國家，董事會是單一化的。董事會內的董事由股東選出，負起監察管理層的角色。管理層負責公司日常運作，而董事會的責任是確保公司長期的表現。

民事法司法管轄區內，例如：台灣、日本及德國 (及其他受德國、法國或北歐民事法制影響的國家)，公司一般有兩個董事會，一為「監管局」，另一為「管理局」。兩個董事會均由董事組成，但他們的功能非常不同。管理局負責公司的日常運作，而監管局的成員 (監察人) 則個別負起監管管理局的工作。

本研究探討的各司法管轄區，只有一個 (台灣) 遵從民事法模式，有雙重的董事會，所以我們將集中探討單元化的董事會及針對單一董事會企業的最佳應用守則。我們檢閱的守則中，只有《經合組織指引》是同時針對單一及雙重董事會的。其他守則源於單一董事會的司法管轄區，所以制定時只為應用於單一的董事會。

3.2.2 董事會的責任

各地董事會要負起的責任不盡相同，但有一些一般責任是適用於所有公司的。

《經合組織指引》概述了董事會的責任：

- 「董事會成員處事應基於全面完整的資訊，並要秉誠，努力不懈及小心謹慎，務求符合公司及股東的最佳利益。」
- 董事會的決定對不同股東組別可能有不同影響，但應對所有股東一視同仁。
- 董事會應確保公司遵守所有適用的法律及兼顧利益關聯人仕的利益。
- 董事會應發揮一些重要的功能，包括：

- 檢討及指導企業策略、重要行動計劃、風險政策、年度預算及業務計劃；設定業績目標；監管計劃推行及企業業績；監察主要的資本開支、購置及掠奪表現。
- 甄選、補償、監管及有需要時，撤換高級行政人員，並監察繼任方案。
- 檢討主要行政人員及董事會成員的薪酬，並確保董事會的提名過程按照規定進行及具有透明度。
- 監管及處理管理層、董事會成員及股東間可能發生的利益衝突，包括：誤用企業資產及濫用關聯方交易。
- 確保企業的會計及財務匯報系統(包括獨立審計)具有誠信，並有適當的控制系統，特別是要有監管風險、財務控制及遵守法例的系統。
- 監察董事會依循的企業管治措施的效用，並根據需要作出修訂。
- 監察資料披露及溝通的過程。」
- 「最重要的是，董事會應該獨立於管理層對企業事務作出客觀判斷。」
 - 董事會應該考慮委任足夠及有獨立判斷力的非執行董事處理可能引起利益衝突的工作。這樣重要的責任包括：財務申報、提名及制定行政人員和董事會成員的薪酬。
 - 董事會成員應付出足夠時間履行其責任。
 - 董事會爲了履行責任，應該可以取用準確、相關及最新的資料。」

這些指引強調董事會及董事的法律責任，明確列出他們對各組別股東的責任，並提出要兼顧利益關聯人仕的利益。指引亦提及董事會的主要功能，但沒有明確指出董事會如何發揮這些功能。他們制定《經合組織指引》時，原意是希望可獲廣泛使用，所以避免具體細節，以適應不同司法管轄區的處境。董事會及其屬下委員會的功能結構要視乎該司法管轄區的法律環境(即普通法或民事法)及規管架構。如果要獲取如何組織董事會及董事會應如何運作的具體指引，必須查考最佳應用守則及/或上市規則，以及企業法例。我們將在以下各節分析主要的最佳應用守則及企業管治指引提出的具體建議。我們不會列出每個守則或指引對每項企業管治條件有甚麼建議，而是先找出一個共識，然後強調那個守

則或指引偏離共識。附錄 2 列舉及比較各主要企業管治報告及指引提出的詳細建議。

3.2.3 董事會組合

《Cadbury 報告》(1992) 就董事會組合提出的一般建議如下。董事會在主席之下應由執行董事及外間非執行董事組成 (4.1)。股東要負責從提名委員會挑選的候選人中選出董事會成員 (4.30)。Hampel 對甄選董事會成員有進一步建議。第一，委任董事會成員的過程應該具有透明度 (3.19)。第二，委任董事代表外間的利益，一般來說會有礙董事會的團結，所以應該避免 (3.20)。第三，應該固定任期。如果董事希望連任，必須在不超過三年的一段時間內提出再獲提名的意願 (3.21)。第四，如果董事辭任，而理由不是人所共知，建議與股東公開討論以闢謠 (3.23)。報告並沒有強制性退休的要求。《Dey 報告》建議董事會的大多數成員應為無關係的董事。無關係董事的定義是董事要獨立於管理層，而且沒有任何利益及商業及其他關係，可能或被認為可以影響董事行事符合公司最佳利益的能力。《通用汽車公司指引》規定每年檢討董事會成員的專才及特徵，目的是透過增加新成員或辭退過多或不需用的成員，增減調節董事會所有的技能及專才。指引沒有提出任期限制，但認為 70 歲是一個適合的退休年齡。

Cadbury 指出，所有董事會要由最少三位非執行董事組成，其中一位可以出任主席。此外，董事會內大多數的非執行董事必須是獨立人仕。Hampel 提供更多指引，規定董事會最少三分之一成員應是非執行董事。經合組織的報告性質比較籠統，僅指出要有足夠數目的獨立非執行董事，卻沒有說明「足夠」數目的定義。Dey 報告認為董事會的規模應有 10—16 位成員，但沒有具體指出理想的數

目。Dey 更表示，董事會本身最適合評估現有的規模是否最有效，而他們須定期檢討規模及組合以確保本身的效能。然而，Dey 警告說，如果董事會規模超過 20 人，效能將會下降。《通用汽車公司指引》要求大多數成員須為獨立非執行董事，但沒有具體建議董事會的規模，只表示現有 15 人的規模可算恰當。

3.2.4 主席

主席的角色是經營業務，負責董事會的日常運作，包括推行政策及策略。Cadbury、Hampel 及經合組織一致認為最好是區分主席及行政總裁的角色。Cadbury 建議，如果主席同時出任行政總裁，董事會內必須有強大及獨立的成份組合。Hampel 提出董事會應一直有這種成份組合；而除了透過主席或行政總裁外，亦可經由一位資深的非執行董事向董事會反映意見。Dey 認為董事會的運作應獨立於管理層，方法包括區分行政總裁及主席的角色及由非執行董事出任主席，或委任一位獨立的領頭董事。通用汽車公司的建議是董事會應考慮當時有關情況後，決定區分行政總裁及主席兩個職位是否適當。

董事會的效能主要視乎資訊的形式、時間及質素，所作的決定亦是根據這些資訊，所以主席必須確保董事會全體成員對所有問題已掌握了適當的資料，並獲適當授權履行職責。所有董事要為董事會的行動及決定負上同等的法律責任，但要由董事會集體確保本身已完成責任。

3.2.5 非執行董事

Cadbury 指出非執行董事不可缺少的質素是「獨立判斷力」。非執行董事必須有能力客觀檢討董事會的表現，並於潛在衝突發生時帶頭解決。Cadbury 從問

責性方面分析非執行董事的角色，Hampel 則從業務增長角度入手，著眼於非執行董事如何為公司增值及提高股東的財富。Hampel 建議挑選非執行董事時，應更加注意他們不同的背景，為公司引入特別技能或經驗。

Cadbury 建議最好由提名委員會挑選非執行董事，而甄選過程應與聘用高級行政人員般不偏不倚及小心謹慎。Hampel 進一步指出，非執行董事的才幹要令執行董事信服，才可以團結並把業務辦好。通用汽車公司的指引建議評估適合的董事會成員時，應該考慮他們的判斷力、多元化、年齡、技能及國際經驗。

《Cadbury 報告》發表後，經驗顯示規模較小的公司比較難聘任合資格的獨立非執行董事，但 Hampel 指出，這沒有減低小公司對高質素董事的需求。我們要靈活考慮小型公司的管治安排及充分顧及其狀況。

Dey 建議委任不同背景的非執行董事，但要注意保持平衡，不應該只委任某類別人仕。尤其如果有一位主要股東有權選舉董事，董事會應該委任幾位與公司或這位主要股東沒有關係的人仕出任董事，代表這位主要股東以外其他股東的投資。

3.2.6 董事會會議

Cadbury 就董事會會議提出一些建議。董事會應定期召開會議，並在會前分發足夠資訊，確保能善用董事的時間。有待董事會決定的事項表應經常更新，並派發給新委任的成員，作為公司事務簡介的一部份。董事會應將會議記錄存檔。《通用汽車公司指引》的建議與 Cadbury 相呼應。

3.2.7 其他有關董事的事宜

不論是執行或非執行董事都應該秉誠及適當地小心行事。爲了確保新獲聘任的董事有充分技能及知識，公司應向他們簡介公司事務，並提供持續的內部或外間培訓，令他們掌握最新法例、規條及千變萬化的商業風險。如果董事履行有關公司事務的職責時有需要，每一位都應該可以僱用獨立專業顧問服務，費用由公司負責。

Hampel 具體指出不應該以董事職位來獎勵優秀行政人員。董事必須能夠提出與主席或行政總裁不一樣的意見，及沒有遭受報復的後顧之憂。

3.2.8 董事會屬下委員會

Cadbury 認爲正式的結構及程序可提高董事會的效能。推行董事會政策及程序的其中一個良方是有效的內部控制系統。另一個方法是設立委員會，例如：審計、提名及薪酬各委員會。董事會可透過這些委員會下放某些功能的責任。但不管這些委員會是如何組成，董事會要負起各項分派工作的最終責任。

3.2.9 審計及問責性

3.2.9.1 符合規定聲明

Cadbury 建議所有上市公司必須發表符合規定聲明，陳述遵守《最佳應用守則》的情況，並交由外聘核數師檢閱。如果公司沒有遵守某一項守則，必須交代原因。外聘核數師應該檢閱那些可客觀核實的事項，除非有違反規定的情況，否則不用正式匯報。

Hampel 及經合組織認為，要求公司解釋如何將適用的企業管治原則應用於本身的情況，可增加符合規定聲明的透明度。

3.2.9.2 向股東匯報財務情況

Cadbury 建議財務匯報的指導性原則是公開坦誠。雖然除了年度報告及半年度報告外，公司有需要提供其他資料，但卻無必要發表季度報告。所有報告要載有收入和現金流量報表，以及資產負債表，而且要廣泛流通。Cadbury 的忠告是，必須非常小心平衡報告的細節及簡化的項目。他亦建議公司與機構投資者要定期接觸。

Hampel 就向股東匯報，進一步闡釋 Cadbury 提出的幾項建議。他認為，機構投資者可向公司反映其投資目標及提供反饋意見，並安排定期與公司召開會議。此外，機構投資者可進行投資者關係培訓，以及加深基金經理對有關行業的認識。公司應訂定及依從一套投資者溝通的書面政策，以確保公司與投資者間有適當溝通，更要避免向一些股東提供比其他股東多的資訊。

3.2.9.3 外聘審計

外聘審計的目標是根據嚴謹的會計準則，對各帳戶的年報進行客觀及有效的考核。但 Cadbury 指出，外聘核數師運作的架構在某些方面的設計欠善。會計準則及實務通常給予董事會在會計處理方面有太多自由，如果核數師不同意董事會選取的某一種會計處理方法，便會陷入困境。另一個令人關注的問題是，公司面對越來越大的壓力要減低審計成本，而同時間，審計公司之間通常透過減

費互相競爭。這些壓力可能令核數師只考慮管理層的要求，而忽略股東需要。

Cadbury 表示這問題的關鍵是管理層與外聘核數師的關係。他建議，維持兩者有適當關係的方法是採用更有效的會計準則，而且所有上市公司要設立審計委員會。經合組織提出採用或發展高質素的國際認可會計準則。

Cadbury 更指出，審計取得的實際成果與被認為要取得的成果之間有時存在「期望差距」。為了拉近這個差距，必須弄清外聘核數師及管理層各自擔當的角色。

Cadbury 委員會探討的另一個問題是「持續經營」概念。有人相信披露持續經營問題會加速公司倒閉，而且很少董事理解「持續經營」的意思，亦不知道有責任要盡早處理持續經營問題。Cadbury 特別建議董事會在年報內聲明該公司將持續經營，而核數師就此聲明提出報告。

大體來說，就持續經營而言，Hampel 同意 Cadbury 所有建議，但提出更多有關核數師獨立性的指引。Hampel 認為，如果核數師的主要收入來自某一個客戶，便有可能影響其獨立性。他建議核數師的收入，不可有超過 10%來自同一個客戶。審計委員會應檢討公司與外聘核數師的關係，尤其遇到核數師提供大量非審計服務的情況下。

3.2.10 機構股東

Cadbury 發現，公司的大股東通常是機構投資者，例如：退休基金。由於這些投資者一般是替私人客戶持股，兩者之間在很大程度上分享相同利益，而機構

投資者由於持股量大，處於特別的位置。Cadbury 建議機構投資者利用其影響力鼓勵公司遵行守則的規定。機構投資者應該提倡與公司的高級行政人員有定期及系統化的溝通，並對董事會及其屬下委員會的組合有積極的興趣，並行使表決權。

Hampel 注意到機構投資者在企業管治方面的角色越來越積極，並認為他們對公司策略及業績應繼續保持有建設性的興趣。機構投資者其中一項向客戶要負的責任是善用根據持股量分配的表決權。Hampel 建議機構投資者竭盡最大的努力，行使所有在他們控制之下的表決權，然後向客戶匯報如何使用表決權。

經合組織建議機構投資者行使所持有的表決權，但個別股東可選擇只利用自己一些股份表決。最重要的是，機構投資者利用股份表決時要以股東的利益為大前提。

3.2.11 利益關聯人仕

經合組織的報告就利益關聯人仕提出一些建議，這是其他報告沒有探討過的。具體來說，報告強調業務得利益關聯人仕的協助，才可製造財富、職位及持續經營下去。企業需要確認利益關聯人仕的價值及重要性。企業管治的架構應該確保利益關聯人仕的權利獲得保障，包括他們在法律下的權利被侵犯時的糾正權利。架構亦應該容許促進公司表現的機制，例如：董事會有員工代表及僱員股份計劃。如果利益關聯人仕參與企業管治過程，應可獲准取用有關資訊，作出有意義的貢獻。

3.3 總結

本章探討了五個有關企業管治的報告，其中《Cadbury 報告》是最先發表的。這些報告討論的主要問題包括：董事會組合，行政總裁的角色，非執行董事及董事會屬下委員會(例如：審計委員會及薪酬委員會)的重要性，核數師的角色及問責性問題。各報告亦探討了企業管治的角色，以及公司對僱員等其他利益關聯人仕的責任。

第四章 有關企業管治文獻的回顧

4.1 引言

贊成企業管治改革的論據源於的理念是，優良企業管治可改善企業業績及提高公司價值。這樣的關係需要有實證支持，才可推動企業管理層接受額外的規則及規例，以建立更優良的企業管治措施。我們以此為目標，在以下各節回顧以往一些有關企業管治與企業業績關係的文獻。隨後將討論資料披露的成本及一些相關問題，因為資料披露是企業管治其中一個重要因素。

4.2 企業管治及公司業績

以往一些學術研究集中於企業管治及企業業績的關係。但要證實兩者的關係並不容易，而且結果模稜兩可。研究結果大相逕庭，部分原因是不同研究採用不同方法衡量企業管治及企業業績 (Patterson, 1998; 2000)。Patterson 調查了 1982 至 1998 年間 (在 2000 年加以修訂)所有有關企業管治與企業業績關係的主要研究，發現難以掌握「企業管治」及「企業業績」兩個術語的意義，因為不同研究給它們下不同定義，採用的代表指標亦不盡相同。結果是「管治的定義林林總總，用來配合不同衡量業績的方法」 (Brancato, 2000)。下一節將概述以往研究用來衡量企業管治及企業業績的不同方法。之後，我們將討論各項企業管治及企業業績關係的研究結果。

4.2.1 衡量企業業績的方法

Patterson (2000) 指出，不同研究利用不同方法衡量企業業績，而最普遍使用的方法如下：

- 股票市場衡量方法，例如：累積非正常收益¹ (有些研究稱之為「累積額外收益」)；
- 以會計為本的衡量方法，即利用財務報表的數字及比率，例如：股東權益報酬率²、資產報酬率³；及
- 上述兩者的綜合方法，例如：Tobin的 Q⁴ or 或市場值與帳面值的比率⁵。

4.2.2. 衡量企業管治的方法

同樣地，不同研究使用不同方法來反映「企業管治」。例如：有些研究利用股東所有權作為積極企業管治的指標，另一些研究則用股東議案或股東積極分子的收購名單等更具體的行動。其他研究利用董事會不同特徵，包括：董事會規模、組合、董事質素及董事領導能力來反映企業管治。不同衡量方法可能針對不同的企業管治範疇，所以有關企業管治與公司業績關係的研究無法得到一致結果乃意料之內。

下一節回顧的學術文獻是有關各種衡量企業管治的方法，用以探討企業管治及公司業績之間的關係。內容涉及以下不同的企業管治範疇：

- 集中股東所有權
- 股東干預
 - 股東議案
 - 由股東積極分子提出的收購名單
- 董事會特徵

¹累積非正常收益是可計收益 (observed return) 與資本資產定價模型預計的正常收益之間的累積差額。

²股東權益報酬率是淨收益除以權益總額。

³資產報酬率是淨收益除以資產總額。

⁴Tobin的 Q 是將資本的市值除以資產的重置成本。

⁵市場值與帳面值的比率是將資產市值除以資產帳面值。

- 董事會規模
 - 董事的質素
 - 行政總裁的雙重身份
 - 董事會的組合
 - 董事會活動
 - 董事的所有權
- 企業管治的國際評級
 - 其他，包括投資者或專家的意見評級

4.2.3 有關企業管治/業績關係的文獻回顧

4.2.3.1 集中股東所有權

以往的研究發現，集中股東所有權可帶來更積極的監管，因而改善企業管治 (La Porta *et al.*, 1997; 1998)。這種積極監管有效地減低管理層剝削股東財富的機會。這包括機構投資者擔當的積極角色。我們在《簡報一》已透徹分析了機構投資者的股份所有權及積極主義對企業業績的影響，故此以下的文獻回顧不會集中探討它們在企業業績方面的角色。

大部份以往進行的研究發現，股東所有權增加可改善企業業績。以下列舉一些研究的例子：

- Weiss 及 Nikitin (1998) 探討 125 家捷克公司在 1993-1995 年間，所有權集中及組合與其後業績轉變的關係。研究發現，股東所有權越集中，企業業績 (衡量方法是每位僱員增值額的改變，每個資本單位增值額，每位僱員經營利潤，每個資本單位經營利潤的改變，及 Solow 剩餘⁶) 越獲改善。他們的結論是，如果公司有主要及有力的股東 (作為企業管治一個方式)，業績將可獲得改善。
- Hill 及 Snell (1988) 指出，股東喜歡那些可以將他們財富增至最大的策略，而管理人員則選擇可提高私人利益的策略。所以，如果股東可影響管理決定，便會選擇革新策略，而放棄多元化經營，因為革新為公司帶來的獲利能

⁶ 該研究利用 Solow 剩餘理論來衡量管理層的專才對公司業績的貢獻。

力將會比多元化經營更高。他們利用《財富》榜 500 家公司的 94 家來驗證這假設。結果顯示，股東所有權比例較高的公司，用在研究及開發的開支亦較大，表示股東選擇革新，而放棄多元化經營。此外，股東所有權較高，獲利能力亦會較高 (以資產報酬率及銷售利潤率來說)。

- McConnell 及 Servases (1990) 研究了 1976 年 1,173 家美國公司及 1986 年 1,093 家美國公司，結果顯示，機構所有權與公司業績有正面的關係。即是說，機構持股量比例越高，公司業績越加優秀 (Tobin 的 Q)。這表示，機構投資者在很大程度上可有效地監管管理層，因而減低風險及改善業績。

以下研究與上述結果相違，找不到證據支持所有權集中與企業業績的正面關係。

- Bhagat *et al.* (2000) 爲了研究關係投資⁷與公司業績的關係，分析了 1983-1992 年間美國 1,534 家大規模的股份公開交易公司的情況。如果以股價表現及會計方法來衡量，沒有證據顯示有關係投資者的公司業績表現會更優秀。

4.2.3.2 股東干預

以下各節將探討有關「企業管治活動」的活動研究，包括：提出股東議案、公佈有關企業管治事宜的特許修正案、以及機構投資者或積極份子進行的其他股東干預方式。

股東議案

以下研究發現，提出股東議案對公司業績有正面影響：

- Smith (1996) 分析了一些公司的特徵，解釋爲何美國數一數二的機構投資者 CalPERS 會在這些公司內實行積極主義，並研究股東積極主義是否有效的監管方法。他利用 CalPERS 1987 至 1993 年間 78 項收購行動⁸所牽涉的 51 家公司，考查這些積極主義的行動是否導致被收購公司的管治結構及股東權益有所改變。他發現，CalPERS 傾向於收購有以下特徵的公司：規模較大；股

⁷ 該研究給「關係投資者」下的定義是，投資者並非公司的僱員或參與了僱員股權計劃，而持有最少 10% 的已發行股份，一般爲期最短四年。

⁸ 這些收購行動要處理的問題包括：撤回已推行的「服毒」(poison pill) 決議、董事會組合及補償；以及設立有不同股東組別代表的股東顧問委員會的決議，該委員會參與作出重要決策。

票表現欠佳；市值與帳面值比例較低；及業務較多元化。結果是 72%的樣本顯示企業管治結構會有轉變，證明 CalPERS 採取的股東積極主義行動帶來正面的影響。此外，研究結果亦顯示積極主義為積極份子/股東的財富帶來淨收益（由累積非正常收益顯示）；但有關運作的表現（包括經營收益、經營收益/銷售及經營收益/資產），數據上沒有顯著的改變。

- Strickland *et al.* (1996) 研究了在 1990-1993 年間 53 個由美國股東聯會 (United Shareholders Association) 倡議的議案，指出協議日期後，股東總財富增加了 13 億美元。這證實股東議案可增加股東財富。

可是，其他研究找不到例證支持上述關係：

- Del Guercio 及 Hawkins (1999) 利用 1987-1993 年間 266 個提交予 125 家美國公司的股東議案，研究退休基金積極主義的動機及影響。結果顯示，由開始收購起的三年內，議案對股票回報及以會計為本衡量的業績都沒有重要的影響。
- Karpoff *et al.* (1997) 分析了 1986-1990 年間，317 家美國公司內有關企業管治的 866 個股東議案。他們發現那些曾有管治議案提出的公司，以往都是業績欠佳的（以市值跟帳面值比例、經營收益、銷售增長計算）。但議案並沒有改變經營收益、公司股票價值或管理的高層人仕。就算那些議案獲股東大多數票支持，亦沒有令股價上揚或顯著地改變公司的政策。
- Daily *et al.* (1996) 在 1990-1993 年的《財富》榜 500 家公司中隨機抽出 200 家進行研究，發現 (i) 與管治有關的股東議案數目（股東積極主義的指標）與公司業績之間（並以股東回報及投資回報比率簡代）；(ii) 機構投資者的持股量與公司業績之間；均沒有重要連繫。
- Wahal (1996) 研究了 1987-1993 年間，九個主要退休基金對 146 家美國公司進行的 365 個收購行動，發現積極退休基金採取的監管機制相當成功地改變被收購公司的管治結構，基金提出的代表議案中，有 40% 獲被收購公司採納。研究雖然有這樣的發現，但找不到證據顯示被收購公司的業績有任何改善。業績是以股價表現（以累積非正常收益計算）為指標或用會計方法來衡量（行業調整的經營及淨收益）。

股東積極分子提出的收購名單及股東積極主義的其他方式

如果公司成為了 CalPERS 等股東積極分子收購對象，由於有更積極的監管，預期將出現不同形式的股東積極主義（包括上述討論的股東議案及其他），公司業績繼而獲得改善。以下概述的研究支持收購名單與公司業績的正面關係：

- Opler 及 Sokobin (1995) 分析了 1991-1993 年間，96 家在機構投資者公會 (Council of Institutional Investors) 「注視名單」上的公司。他們利用累積額外收益及經營現金流量來衡量公司業績，發現被收購公司成為收購對象之後一年，累積額外收益及經營獲利能力顯著改善，遠勝於一般市場表現。這表示更多管治機制可改善公司業績。有些學者質疑這些結果。Black (2001) 是其中一位，純粹「因為結果太懸殊...由於公會的行動性質溫和，他們算出的平均 12%的 (9%中位數) 非正常收益大得令人難以置信，而公會成員可能採取或不採取積極主義，並且可能成功，可能失敗。」
- Nesbitt (1994) 分析了 42 間被 CalPERS 在 1987-1992 年間收購的公司的長期股價表現，以評估 CalPERS 的干預 (包括：成立股東顧問委員會；改革高級職員薪酬委員會；施壓增加獨立非執行董事的數目) 有否為股東提高股份價值。研究結果顯示，以累積額外收益計算，CalPERS 的干預令獲其收購的公司在收購後五年的業績比標準普爾 500 指數高 41%。
- Carleton *et al.* (1998) 仔細分析美國主要機構股東教師保險年金協會-學院退休股票基金 (Teachers Insurance Annuity Association-College Retirement Equities Fund -TIAA-CREF) 與 45 家公司 (牽涉 62 項收購行動) 在 1992-1996 年間有關管治事宜的來往通信，以探討協議投資對象⁹對企業業績的影響。結果顯示 TIAA-CREF 一般都能成功地與接觸的公司 (超過 90%) 達成協議，而這種積極主義帶來的短期估值效果與投資對象 (例如：董事會多元化及保密表決) 有密切的關連。研究發現，針對董事會多元化的問題 (例如要求董事會有女性或小股東代表) 大大削減了非正常收益；在未獲股東通過的情況下，反對公司發行優先股作為反收購帶來顯著的非正常收益；而要求所有股東進行保密表決則不會帶來太多非正常收益。以上所有結果均找不到確切結論顯示那樣的洽談積極主義對企業業績的影響。

以上的研究並沒有為股東積極主義與企業業績之間的關係找到確切結果。

4.2.3.3 董事會特色

董事會規模

董事會規模是影響企業管治的重要變數，這假設並不清晰。有些學者斷定董事會規模較大的公司，管治亦會較優良；但另一些人認為，規模較小的董事會將促進企業管治，繼而改善業績。以往的學術文獻並沒有提供確切的證據。

⁹ 機構投資者多在與管理階層非正式地協商企業問題時找到協議投資對象。

另一方面，有學者指出，如果董事會有較多董事，公司很可能取得重要資源，例如：外間資金 (Pfeffer, 1972; 1973; Zahra and Pearce, 1989)。其他人認為，董事會日漸增大，非執行董事 (本身可能是其他公司的行政總裁) 可給予行政總裁寶貴意見，而且比其他行政人員提供更多專才 (Zahra and Pearce, 1989)。以下列舉支持這論點的實證：

- Golden 及 Zajac (2001) 普查了 3,198 間美國醫院，從中發現到董事局規模與策略性決定 (即較為相近行業最佳實務之轉變) 有著非線性之關係。他們更發現對於小規模董事會，增加董事數目最初能提升策略性決定，但隨著董事數目繼續增加則會出現反效果。換句話說，對於大規模的董事會，擴充其數目將會減弱其效率。此普查結果顯示出董事會存有一個最佳規模，亦提證了董事會規模會間接影響公司表現。
- Dalton *et al.* (1999) 利用 27 個有關董事會規模與財務業績關係的研究，對其中的 131 觀察報告 (N = 20,620) 進行變化分析¹⁰。研究衡量財務業績時，同時利用以會計為本的指標 (例如資產報酬率、股東權益報酬率) 及以市場回報為本的指標 (例如 Jensen 的 alpha、Treynor 的衡量法、Sharpe 的衡量法)¹¹。他們的分析發現，兩個變數之間存在緊密的正面關係，表示以較大規模董事會進行的企業管治可帶來更理想的公司業績。
- Chaganti *et al.* (1985) 調查了 1970-1976 年間美國 21 組經營失敗¹²及沒有失敗的零售公司，其董事會規模的分別。他們發現，沒有失敗的公司的董事會通常比失敗公司的大，顯示董事會規模較大的公司，業績表現比董事會較小的公司優秀，而且有較大生存機會。

雖然上述例證支持建立規模較大的董事會，其他學者認為，如果公司的董事會規模較小，將會有更好 (或更有效) 的企業管治，繼而改善公司業績。他們指出，大規模的董事會可能會有群體遊手好閑的問題，意思是說，董事會日漸增大，個別成員付出的努力將會減少 (Kidwell and Bennett, 1993; Latane *et al.*, 1979; Sheppard, 1993)。大規模的董事會可能不太積極參與公司事務，較難達成一致意

¹⁰ 「變化分析是統計學的一種方法，一方面可修訂不同的統計數據，更容許將不同研究的結果總合起來，以估計所有數據中兩個變數的真正關係。」 (Dalton *et al.*, 1998; 1999)。

¹¹ 這些衡量方法根據投資組合收益。

¹² 該研究對經營失敗公司的定義是該公司根據美國破產法令 (Bankruptcy Act) 第 XI 章申請破產。沒有失敗的公司指在研究期間仍然營運的公司。

見及更容易分黨派，引起派別衝突 (Judge and Zeithaml, 1992; Goodstein *et al.*, 1994)。此外，如果董事會規模大及多元化，行政總裁可能透過分化或結盟等策略，利用與董事會成員的權力關係取巧 (Mintzberg, 1983; Alexander *et al.*, 1993)。一些實證研究支持這理論，茲概述如下：

- Eisenberg *et al.* (1998) 研究了芬蘭 879 家小型公司 (以銷售額、總資產及僱員數目計算) 在 1992-1994 年的情況，發現董事會的規模越大 (超過 6-7 名成員)，公司業績越差 (以根據行業調整的資產報酬率計算)。他們指出，大規模董事會通常有較多溝通及協調問題，可能影響有效的決策及管理層控制。此外，大規模董事會大都有較高比例的外聘董事。他們一般都反對高風險的投資項目 (同時有較高的潛在收益)，以保障本身的聲譽 (Yermack, 1996)。研究亦發現，如果公司的外聘董事比例較高 (大規模董事會通常有這情況)，表現一般會遜於競爭對手。
- Brown 及 Maloney (1998) 探討各董事會特色¹³如何影響收購公司時的股價回報。他們認為，個別董事在大規模董事會的影響不大，故此可乘機逃避責任。較大型的董事會難以給予每位董事充分機會考慮各項有關問題。因此，他們預期董事會規模大的公司較難獲有效監管，繼而影響業績表現。研究分析了 82 家美國公司在 1982-1986¹⁴年間的 106 個收購行動的表現 (以三天的非正常收益計算)，發現董事會規模與業績有負面關係，證實了上述假設。
- Yermack (1996) 研究了 452 家美國有規模的工業企業在 1984 至 1991 年的情況，發現董事會規模及董事會組合 (以獨立董事佔董事會的比例計算) 兩者與公司的股價表現 (以 Tobin 的 Q 計算) 及經營業績 (計算資產報酬率，以及資本支出與銷售額的比例) 有顯著的負面關係。這顯示董事會規模與企業業績之間可能有負面關係。

董事的質素

研究發現董事的質素可改善公司業績。上述由 Brown 及 Maloney (1998) 進行的研究指出，如果公司聘任較有名望的董事會成員¹⁵ (表示較多董事同時出任

¹³ 董事會特色包括：董事會組合、董事轉換、董事會規模及董事聲譽。

¹⁴ 作者指出，收購的表現是「衡量企業業績的最佳方法。由於公司從沒受壓擴充，管理層的決定純粹是根據需要作出的，最能清晰反映管理層的質素」(頁 11)。

¹⁵ 近期諸如美國安然事件等醜聞與此等證據並不謀合。

其他公司的董事)，對企業業績有正面影響。有一點值得注意的是：「較有名望的董事會成員應該是較好的成員。如果公司能夠吸引及挽留這些董事，較大機會成為優良管理的公司」。Golden 及 Zajac's (2001) 之研究發現了董事會成員之終生聘任及年齡均會影響其表現。董事會成員的年資會正面關連到較佳之策略性決定。更者，董事年紀越大，其作出之策略性決定亦越佳，從而達至較佳之公司表現。

其他的董事質素亦可能改變到他們對董事會產生之影響力，及對可改進表現的策略性決定之影響。舉例來說，Westphal 及 Milton (2000) 考核了董事的過往經驗及社會聯繫對董事會決定的影響。他們通過問卷調查探討了 1995 年中被福布斯雜誌列為 500 大的美國大型及中型公司內的 526 位外間董事，並發現當他們曾於過去充當其他董事會的少數董事¹⁶，這些董事會欣賞他們作為少數董事的角色，並有較大能力對其他董事提出較易接受之意見。這情況能促進較佳之討論及意見交流，董事會亦較能作出更佳決定以改進其表現。當主要股東之董事及少數董事有著某種社會聯繫（諸如其他董事會或組織之共同成員），少數董事影響公司策略性決定的能力將會提升，此等情況對公司表現有正面的影響。

行政總裁的雙重身份

行政總裁具有雙重身份，定義是董事會主席由行政總裁同時出任。這種安排一般被視為「權力累積及權力儲存的徵兆」(Fortune, 1991, p.13)。所以有些言論

¹⁶「大股東」與「小股東」是以董事會內相同功能背景、工業背景，教育，種族及性別的董事比例來介定。

堅稱，公司區分兩個角色可獲最佳的管治，並可為公司業績帶來正面影響。以下我們將概述一些支持行政總裁及董事會主席由不同人仕出任的論據：

- Sundaramurthy *et al.* (1997) 分析了 261 家美國標準普爾 500 公司。它們在 1984-1988 年間共通過了 486 項反收購條文¹⁷。研究發現，雖然通過反收購條文對股價表現有負面影響，但如果行政總裁及主席的職位由不同人仕出任，負面的市場反應便比較溫和。這顯示主席的監管角色似乎會影響市場對反收購條文的反應。
- Daily 及 Dalton (1994) 探討董事會領導結構與企業破產之間的關係。他們仔細研究了美國 57 組有類似特徵的破產及沒有破產公司¹⁸ 在 1972-1982 年 10 年間的情況。結果顯示，破產的公司 (佔 53.8%) 採用行政總裁-主席合併結構，情況比繼續經營的公司 (37.5%) 更為普遍。所以，如果公司區分行政總裁及主席的角色，便有更高的生存機會，顯示董事會領導結構是公司業績一個重要變數。
- Gul 及 Leung (2002) 利用香港公司在 1996 年的 385 個觀察報告，分析採用單獨行政總裁結構的企業是否更自願披露資料¹⁹。結果顯示，公司規模、家族所有權及其他重要變數不變，行政總裁的雙重身份與較低程度的企業資料自願披露存在關係。更為有趣的是，他們指出當公司有較多高質素的非執行董事時，及公司披露的反面關係相對來說會較弱。「質素」是量度非執行董事同時肩負的其他公司董事身分。這些結果與前述 Westphal 及 Milton (2000) 之研究互相吻合，其研究為指出董事之過往經驗及董事會決定之質素有著正面關係。
- Tsui *et al.* (2001) 利用關於 650 間香港公司由 1994 至 1996 年間的資料，發現非由行政總裁操控的董事會在撇除公司規模、利潤及其他重要變數後都是付出較低審計費用，既然獨立的公司董事會能提供更有效之內部監控，因此監控危機較少，引致較少的審計工作量從而產生較少之審計費用。但這研究並沒有考慮其他企業管治變數，並因此可能有部份有關聯的變數在此分析中遺漏了。

以下各項研究找不到確切證據支持區分行政總裁及董事會主席的職位：

- Dalton *et al.* (1998) 利用 31 個有關董事會領導結構 (69 個樣本，共 12,915 個觀察報告) 與公司財務業績 (同時利用市場表現指標及會計表現指標) 關係的

¹⁷ 這些反收購條文包括 20 項超大多數修訂、106 項有關董事會修訂、110 項公平價格修訂、21 項減少累積表決的條文、33 項「反綠郵件」(anti-greenmail) 條文及 196 項「服毒」(poison pill) 條文。

¹⁸ 該研究對破產公司的定義是在進行調查期間已申請破產的公司。

¹⁹ 公佈項目之詳情列載於附錄三。

實證研究，進行變化分析。他們找不到這兩個變數之間有任何重要關連，表示區分行政總裁及主席的角色不一定能改善公司業績。

- Daily 及 Dalton (1993) 探討行政總裁雙重身份、董事會組合及公司業績對美國 186 家小型上市公司有甚麼影響。他們發現，區分行政總裁及主席的角色與會計(以資產報酬率及股東權益報酬率計算)或市場(以價格/收益比率計算)兩方面的表現均沒有顯著關係。
- Rechner 及 Dalton (1989) 比較了 1978 至 1983 年間，《財富》榜 500 家公司中 141 家擁有及沒有行政總裁雙重身份的公司。雖然有言論表示「有初步證據顯示雙重角色可能引起利益衝突」，但研究找不到這兩組公司的業績有甚麼相異，表示行政總裁雙重身份與公司業績之間可能沒有顯著關係。

董事會組合

董事會組合被視為一種企業管治機制，因為如果董事會較獨立(董事會內有較高比例的獨立非執行董事)，應可更有效監管管理層。學者指出有兩個方法研究董事會組合與公司業績之間的關係 (Bhagat and Black, 1999)。第一個方法是研究不同組合的董事會處理董事會個別任務時(例如撤換行政總裁或駁回減值的收購出價)的表現，這些行動最終會影響公司業績。這方法可反映不同董事會組合處理個別工作的表現，但最大弱點是不能夠為董事會組合如何影響公司整體業績提供直接實證。Bhagat 及 Black (1999) 認為「如果公司的董事會成員大多數是獨立人仕，履行某些任務(例如撤換行政總裁時)會有更理想表現，但可能不勝任其他工作，最後沒有為整體業績帶來甚麼好處。」第二個方法是直接分析不同董事會組合對企業業績的影響。以下概略回顧的一些研究均利用了這兩種方法。

大部分研究發現，公司的董事會較獨立(以董事會內獨立非執行董事的比例來衡量)，業績一般會比較優勝，表示董事會組合是改善公司業績一個重要元素：

- Brown 及 Maloney (1998)²⁰ 研究了在 1980 年代曾進行共 106 項收購行動的 82 家公司的董事會特性，結果發現內部董事的轉換越多及外聘董事轉換越少，收購方面的表現會越優秀。他們的論據是，當能幹的外聘董事認為管理人員不以股東利益為大前提，便會逗留在董事會內挑戰管理層。如果他們選擇辭職 (結果是較高的外聘董事轉換率)，可能帶來較差的公司業績。另一方面，如果他們撤換管理人員 (較高的內部董事轉換率)，可能會改善公司業績。他們指出，董事的所有權增加可鼓勵外聘董事積極參與監管，進而改善公司業績。
- Davidson *et al.* (1998) 研究了 83 家美國公司在 1984-1990 年期間通過金色降落傘修訂案²¹後，董事會組合對股票市場反應的影響。結果顯示，金色降落傘對股東可能有利，亦可能損害他們的利益，全視乎董事會的監管權力。他們發現，如果董事會的補償委員會由內部人仕及關聯董事操控，通過金色降落傘議案有較大機會帶來負收益。這表示，如果董事會較為獨立，通過金色降落傘議案的決定很可能對股東較為有利，繼而改善公司業績。
- Barnhart 及 Rosenstein (1998) 調查所有權結構及董事會組合兩者結合起來對企業業績的影響。他們分析了 1990 年標準普爾 500 家公司的 321 家，發現公司的業績 (以 Tobin 的 Q 衡量) 是由獨立董事比例及管理層所有權共同決定的，顯示管治結構 (例如：董事會的獨立性及管理層所有權)對公司業績可能有正面影響。
- Cotter *et al.* (1997) 探討進行收購時，被收購公司的獨立外聘董事的角色。他們分析了美國在 1989 至 1992 年間 169 個招標收購的行動，並調查在收購招標時，較獨立的董事會可否提高股東的財富。他們比較有獨立董事會 (獨立非執行董事佔董事會成員最少 50%) 及沒有獨立董事會的被收購公司，其股東所獲利益²²的分別。結果顯示，有獨立董事會的被收購公司，其股東所獲利益高出 20%。這表示，在收購招標時，具備較佳管治結構(獨立董事會)的公司，其股東獲得的收益會比較高。
- Daily 及 Dalton (1994)²³ 的研究發現，破產公司 (59.5%) 內的關聯董事比例，高於可繼續經營的公司 (44.9%)。這顯示，如果董事會內關聯董事的比例較低，公司生存的機會便可能較大。
- Byrd 及 Hickman (1992) 透過考查 1980-1987 年間 111 家美國公司提出的 128 項收購投標，研究外聘董事監管管理層可否改善業績。他們發現，如果董事會成員大多數是獨立人仕，該公司提出收購投標時，股價的收益比

²⁰ 有關這研究的詳情可參考第 37 頁。

²¹ 金色降落傘是其中一個可能的預防收購機制，在收購買盤成功時保障管理高層。許多地方，特別是美國，一般認為收購是企業管治機制一種形式，所以金色降落傘等反收購安排可能會降低管治水平。但如果這安排保障公司被減值收購，亦可符合股東的利益。

²² 計算被收購公司股東的利益的方法是：(如果收購招標成功) 最後收購招標價格減收購招標前股價，除以收購招標前股價；或 (如果不成功) 公佈撤回標書後 90 天的股價減收購招標前股價，除以收購招標前股價。

²³ 有關這研究的詳情可參考第 39 頁。

其他公司高；可是，如果獨立董事超過 60%便有相反情況。他們的結論是，外聘董事出任董事會是改善公司業績的有效企業管治機制，但數目超過某一臨界點 (即 60%) 便未能促進公司業績。

- Rosenstein 及 Wyatt (1990) 研究美國在 1981-1985 年期間 1,251 項有關委任外聘董事的公佈，發現有公佈委任外聘董事的公司，其非正常報酬顯著較高。雖然大部份董事會在委任公佈前已由外聘董事操控，增加外聘董事可為公司增值，表示挑選外聘董事時是以股東利益為大前提。
- Weisbach (1988) 仔細調查了 367 家美國公司在 1974-1983 年間的情況，並分析由內部及外聘董事監管行政總裁與行政總裁辭職的關係。結果指出，如果公司的董事會大多數成員 (最少 60%) 是外聘董事，相比由內部人仕操縱董事會的公司來說，行政總裁的撤換率與公司業績 (以股票回報率及會計利益計算) 的關連更緊密，表示外聘董事在監管管理層方面擔當舉足輕重的角色。研究更發現，辭職消息公佈後，股票有意外收益，顯示有外聘董事的董事會通過撤換表現欠佳的管理層，為公司增值。

其他研究發現，獨立董事並不如假設般能那麼有效改善公司業績。以下的研究指出，由於找不到董事會獨立性與公司業績的顯著正面關係，因而可下結論說董事會獨立性不會影響公司業績，而且執行與非執行董事「在代表股東利益方面，同樣不能勝任 (或許，同樣出色)」(Hermalin and Weisbach, 1991)。

- Dalton *et al.* 的變化分析 (1998)²⁴ 未能為董事會組合及公司財務業績(根據市場及會計表現指標計算)找到一個關係。
- Klein (1998a) 分析了 1992 及 1993 年在標準普爾 500 上市的所有美國公司的董事。她發現，公司業績(以市值對帳面值、資產報酬率及非正常市場收益衡量)與董事類型之間不存在有系統的關係。她還發現與預期相反的現象，就是增加或刪除董事會內某些董事種類 (不論是內部人仕、關聯董事或外間人仕) 並不會改善公司業績，但傳統的看法是，如果董事會有較高百分比的獨立董事，一般可改善企業管治。研究結果顯示，董事會組合可能不會有效改善公司業績。
- Klein (1998b) 亦研究了標準普爾 500 中 1992 年的 485 家公司及 1993 年的 486 家公司，發現整體的董事會組合與公司業績 (以資產報酬率、Jensen 生產率及市場回報率衡量) 之間只有很少聯繫。但內部董事出任董事會的財務及投資委員會成員，則有助改善公司業績，表示內部董事對業務瞭如指

²⁴有關這研究的詳情可參考第 39 頁。

掌，可有效地促進公司業績。這些結果顯示，爲了改善企業管治而委任更多外間人仕出任董事會，實際上可能妨礙內部人仕對公司業績作出貢獻。

- Daily 及 Dalton (1993)²⁵ 研究美國小型公司，發現董事會組合及區分行政總裁及主席的角色，均與會計 (資產報酬率及股東權益報酬率) 或市場 (價格/收益比率) 業績沒有顯著關係。這表示委任更多外聘董事以提高董事會的獨立性對小型公司的業績並沒有任何影響。
- Hermalin 及 Weisbach (1991) 探討董事會組合與所有權結構對公司業績的影響。他們找不到董事會組合 (計算外聘董事在董事會內的比例) 與 Tobin 的 Q 之間有任何顯著關係。他們認爲內部及外聘董事在「代表股東利益方面，可能同樣不能勝任 (或許，同樣出色)」，兩者都可能對公司業績有所貢獻。外聘董事可監管管理層，而內部董事具備的知識及專才對促進公司業績亦相當重要。如果內部及外聘董事同樣對公司業績有所貢獻，便難以斷定外聘董事與公司業績的關係。

有些研究甚至發現，董事會有更多獨立董事有可能令公司業績惡化。我們將在以下討論這些研究：

- Bhagat 及 Black (1999) 分析了 1985-1995 年間美國 928 家大規模公眾公司，以瞭解董事會獨立程度 (衡量方法是將獨立董事的百分比減內部董事的百分比) 與公司業績的關係。衡量公司業績的方法包括：Tobin 的 Q、資產報酬率、周轉率、營業毛利及僱員的平均營業額。他們發現，獨立程度達 0.4 或以上的公司，表現比其他公司差。另一方面，對獨立程度達低於 0.4 的公司來說，董事會獨立性與公司業績並沒有顯著連繫。此外，獨立董事百分比比較高的公司有較慢的增長。這研究指出，較獨立的董事會與欠佳的業績有關。
- Bhagat 及 Black (2000) 近期進行的另一項研究解釋了因果問題，並發現原來是欠佳的業績促使董事會更獨立，而且沒有證據支持董事會較獨立可改善公司業績。他們進一步指出，要促進公司業績，單靠董事會的獨立性並不足夠。他們建議，董事會有合理數目的內部董事可爲公司增值，而如果獨立董事持股量增大，將推動他們更有效地發揮功能。
- Sundaramurthy *et al.* (1997) 的研究發現，如果董事會有較多外聘董事，市場對反收購的條文有更負面的反應，懷疑外聘董事監管角色的效能。
- Yermack (1996)²⁶ 的研究指出，董事會規模及董事會組合 (以董事會內獨立董事的百分比衡量) 與公司的股價表現 (用 Tobin 的 Q 計算) 及經營業績 (以資產報酬率及資本支出與銷售比率衡量) 有顯著的負面關係。

²⁵有關這研究的詳情可參考第 40 頁。

²⁶有關這研究的詳情可參考第 37 頁。

這些結果都很有意思，指出董事會增加獨立董事不一定為公司帶來較理想的業績。

董事會活動

一些言論認為，較積極的董事會將更有效監管管理層，訂定的決策更符合股東的利益，最終能改善業績。Vafeas (1999) 的研究考查董事會活動(以董事會會議的頻率來衡量)與公司價值的關係。他分析了 1990-1994 年間 307 家美國公司的情况，發現以往業績欠佳的公司，每年的董事會會議數目與公司價值有正面關係。董事會的異常活動持續數年後，運作表現會獲得改善；如果該公司過往的業績欠佳，改善的情況最為顯著。概括來說，研究結果指出，董事會活動(由董事會會議頻率來衡量)是董事會運作重要的一環，有助改善公司業績。

董事的所有權

文獻指出，要統一管理人員與所有者利益以減低代理成本，董事所有權是其中一個方法，而一些研究曾考查董事所有權與企業業績的關係。大體來說，研究發現，董事所有權是促進公司業績的有效方法。Brown 及 Maloney (1998)²⁷分析收購公司時，董事擁有股票對股價回報率的影響。他們認為，董事持有公司的股票越多，要退出董事會比提出意見成本越高，所以會進行更有效的監管，業績因而獲得改善。他們的研究與預期的結果相符，發現如果董事的持股量開始時偏低，增加其所有權可改善收購的表現。Gul *et al.* (2002) 進行了類似研究分析一連串的問題，其中包括：董事所有權低的公司是否與披露收益資訊較差(以

²⁷ 有關這研究的詳情可參考第 37 頁。

回報 - 收益關係衡量) 相關。他們利用澳洲公司 1992 及 1993 年的數據進行分析，結果顯示，如果公司的董事所有權高，收益披露的資訊亦比較多，表示它們的代理成本較低。

其他研究專注探討非執行董事的股份所有權對企業業績的影響。Bhagat *et al.* (1999) 分析了 1993 年 449 家美國公司的 4,874 位董事，以研究外聘董事的主要股份所有權及有效監管與公司業績的關係。他們發現，外聘董事的所有權與公司業績(以每股收益及股票回報計算)及增長機會(衡量的方法是將市值比率除以公司股票的帳面值)有正面關係。此外，在表現欠佳的公司，外聘董事的持股量越多，行政總裁的轉換率越高。這研究的結論是，外聘董事的股份所有權可加強對管理層的監管，包括撤換表現欠佳的行政總裁，可有助改善企業業績。

以上研究支持董事所有權較大可有效改善公司業績的說法。

4.2.3.4 企業管治的跨國研究

近期一些探討企業管治的文獻中，一個重要派別分析了在不同國家或市場，法律保障與企業管治對企業業績的影響。這些研究利用不同機構制定的指數評估不同國家之間不同程度的法律保障及執行法律的情況 (La Prota *et al.*, 1998)。結果顯示，如果公司所處的市場有更高水平的法律保障及企業管治，一般會有更理想的業績及更少收益管理。以下概述其中一些研究：

- Mitton (2001) 的研究分析了在 1997-1998 年東亞金融危機中，企業管治 (包括資料披露的質素、所有權的集中、企業多元化經營) 與公司業績 (以股票回報率衡量) 的關係。他發現企業管治對公司業績有正面的影響。研究對象是印尼、韓國、馬來西亞、菲律賓及泰國等五個國家的 399 家公司。這些國

家在貨幣貶值及股價大跌方面遭受嚴重的損失。代表公司企業管治水平的指標包括：披露質素(衡量的方法是公司有沒有在美國的美式預託證券上市及該公司的核數師是否來自六大會計師行)；所有權的集中程度及企業多元化經營(以每家公司經營的行業數目計算)。結果指出：

- 在該危機發生時，資料披露質素較高的公司，其股價表現顯著較好。這說明了即使有些國家在法例上並沒有要求公司有高質素的資料披露，但公司單方面提供更高的披露質素亦可為本身增值。
 - 在該危機發生時，外間(不包括管理層的)所有權集中的公司表現較好，表示外間控股人透過監管管理層及防止剝削為公司增值。
 - 多元化的公司，特別是不同部門的投資機會有明顯差別的公司，在危機發生時，表現比不上只從事單一業務的公司。這表示，部門互相補貼是多元化公司在危機發生時價值下降的原因。
- Johnson *et al.* (2000) 的研究提出理據支持企業管治在投資業界的重要角色及證明有需要改善企業管治，特別是在亞洲國家/區域。他們研究了拉丁美洲、東歐、歐洲的希臘及葡萄牙、中東、南非及亞洲(包括香港)等 25 個新興市場，並列舉了證據，顯示東亞金融危機發生時，企業管治所倚靠的法律制度如果薄弱，貨幣匯價貶值及股市下跌的幅度更大。他們利用合約的可執行程度(方法是評估司法效能、賄賂情況、法治及對企業管治的一般考核)及股東權利(包括反對董事之權利、債權人權利等指標)來衡量企業管治水平。結論是如果經濟仍在持續增長，投資者的保障並不重要，但增長前景一旦逆轉時，這些保障便變得重要。研究發現，1997-1998 年發生東亞金融危機時，企業管治的措施比標準的宏觀經濟措施更能有效地解釋匯率及股市下跌的幅度。他們的結論是，企業管治是影響公司財務業績的一個重要因素。
 - La Porta *et al.* (1999) 研究了 27 個市場(包括澳洲、美國、英國、新加坡及香港)的 371 家大型公司。他們發現，在對投資者保障較好(以對小股東的保障來說)的市場，公司可獲更高的估價(以 Tobin 的 Q 及每年營業增長率來衡量)。這表示，法律保障的程序一般可影響公司的整體業績。
 - Gul *et al.* (2002) 利用 48 個國家在 1998 及 1999 年的 11,127 個公司觀察報告，分析在不同國家，法律保障及執行法例情況相異會否影響債務與自行酌定應計項目之間的正面關係。以往的研究指出，如果公司負債高，便有更大機會違反債務契約，所以會有較多自行酌定應計項目(即收益管理的指標)。他們的結果指出，如果國家對投資者的保障完善及執行法例嚴格，債務與自行酌定應計項目的正面關係會較弱。換句話說，強健的法律環境可防止管理人員操縱收益，逃避違反債務契約的責任。
 - Gul 及 Qiu (2002) 從 22 個新興市場由 1994 至 1996 年中選取公司作為樣本，以測試資訊偏移(投資者和管治層對商業知識的差異的度量)與市場發展程度及/或司法區內之法律保障/企業管治之間可能存在之關係。他們發現在普通法國家中普遍存在強大法律保障及良好企業管治，資訊偏移的程度較民事

法國家為低。他們亦發現金融發展程度與資訊偏移有著反向關係，亦即金融發展程度越低，其資訊偏移的程度越高。

4.2.3.5 投資者或專家的意見及排名

投資者(特別是機構投資者)、財務分析員及公司董事大都支持企業管治可改善公司業績的看法。以下將概述他們的意見：

McKinsey & Company, 2000, 《投資者意見調查 2000 年 6 月》 (Investor Opinion Survey)

McKinsey & Company (2000) 發表的《投資者意見調查》(Investor Opinion Survey) 包含了三個由 McKinsey & Company、世界銀行及《機構投資者》(Institutional Investor) 地區分會在 1999-2000 年間聯手進行的調查。他們分析股東如何看待及評估已發展及新興市場的企業管治。調查收集了超過 200 個機構投資者的回應 (20%來自美國；40%來自拉丁美洲；40%來自亞洲)，他們在國際上有龐大的投資，管理的資產約為 \$3.25 兆美元。調查結果顯示：80%的回應者指出，他們寧願付出較高的價格 (相對於有同等財務業績，但管理不善的公司來說) 購買公司管理優良的股票。他們會多付出 18% 購買管治優良的美國或英國公司的股票，多付 27% 購買委內瑞拉或印尼類似的公司，在意大利多付 22%，在泰國、馬來西亞及韓國多付 24-26%，在台灣及日本多付 20%²⁸。這表示，公司改善企業管治措施及水平，有更大機會獲國際機構投資者投資。

²⁸ 該研究並沒有包括香港及新加坡。

《商業周刊調查 1997 及 2000》(*Business Week Surveys 1997 and 2000*)

《商業周刊》(*Business Week*) 在 1997 及 2000 年分別進行了兩個有關企業管治的調查，發現企業管治對公司業績有正面影響 (Byrne *et al.*, 1997; Byrne, 2000)。

《商業周刊》在 1997 年訪問了美國 103 個最大的退休基金、資金經理及董事，要求他們為公司對股東的問責性、董事質素、董事會獨立性及企業業績等評分，以訂定公司的企業管治水平。分析顯示，回應者評定最佳的 25 個董事會中，在過去五年間，股東平均每年所獲的回報率達 27.6% (標準普爾 500 股票指數的回報是 19.8%)，而最差的 25 個董事會所獲的每年平均回報率只有 5.9%。

《商業周刊》在 2000 年進行的類似調查獲得大同小異的結果，顯示優良管治似乎有其價值。

Antunovich, P. and Laster, D.S. 1998. 《投資者會否將優質公司誤作優質投資項目?》(Do Investors Mistake a Good Company for a Good Investment?) 紐約聯邦儲備銀行工作報告

Antunovich 及 Laster (1998) 利用《財富》雜誌在 1982-1995 年間每年進行調查選出的美國最受讚賞公司 (America's Most Admired Companies -AMAC)，分析這些大公司的長期業績 (衡量其累積非正常收益)。行政人員、外聘董事及財務分析員根據業績的各個指標，包括企業管治²⁹為這些公司排名。他們發現，最受讚賞公司可獲取每年平均 17.7% 的回報率，而受讚賞最少的公司中，在調查發表後五年的每年平均回報率只有 12.5%。這再一次顯示，管治優良的公司，業績比其他公司優勝。

²⁹ 《財富》調查考慮的公司特質包括：管理層的質素、產品或服務的質素、創意、作為長期投資的價值、財務的穩健程度、吸引投資的能力、發展、挽留有才幹人仕、社會及環境保護責任及企業資產的運用。

Millstein, I.M. and MacAvoy, P.W. 1998. 《大型股份公開交易公司的積極董事會及業績》(The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation). *Columbia Law Review*, 98, 1283

Millstein 及 MacAvoy (1998) 利用美國主要機構投資者 CalPERS 對 154 家美國公司的評級，分析它們的企業業績。CalPERS 的評級是根據 1991-1995 年間，這些公司對一項有關董事會及管治程序問卷的回應。結果顯示，積極、獨立的董事會與出色的企業業績 (以經濟利潤³⁰衡量) 在數據上有緊密關係。研究亦發現，獲 CalPERS A+ 評級的公司相比評級較低的公司來說，業績平均優勝 4-7% (以該段時間經營的額外回報率計算)。

4.2.3.6 企業管治之跨國性調查

里昂證卷亞洲 (CLSA, 2002) 於最近一項調查中，將包括香港、新加坡、台灣、馬來西亞、印尼及中國等亞洲國家在內的 25 個環球性抽樣國家排名，其根據為在這些國家中五項用以確定企業管治形態的宏觀因素。這些宏觀因素及他們的比重如下：

宏觀因素	比重
1. 清晰，透明及全面之法規及條例	10%
2. 堅定不移及有效執行此等法規及條例	30%
3. 影響企業管治的政治及法制環境，及企業於沒有隨意限制時將價值最大化的能力	20%
4. 援引國際上總體認可會計守則	20%
5. 提高對文化及良好管治的醒覺性之機構性機制	20%

資料來源 — 取自里昂證卷亞洲 (CLSA CG Watch – Corporate Governance in emerging markets 2002)

³⁰ 經濟利潤的定義是資本成本以外的經營收益。

法規及條例的執行獲得最高比重，明顯地是因為此乃市場內最重要的企業管治程度的宏觀決定因素。在企業管治運作中，香港於東亞區國家中排名第三；新加坡在國家企業管治中排名第一 (7.4 分)；而香港則為第二 (7.2 分)。證據顯示出香港在執行法例及企業管治文化中，稍遜於新加坡。香港在「法規及條例」及「援引國際普遍承認之管計守則」則與新加坡得分非常相近。

標準普爾 (2001) 採用三組因素進行了一項關於透明度及披露的調查，這三組因素乃是：擁有權結構及投資者之關係，財務透視，與及資訊披露和董事及管理層結構及程序。

抽樣選出之國際投資者需就上述因素對抽樣選出之公司作出回顧，及以十進制度為他們排名。結果顯示澳洲及新加坡公司分別排在第八及第七個十份比。香港的抽樣公司緊隨其後，被排在第六個十份比級別內，另外香港對於擁有權架構及投資關係方向則落後於澳洲及新加坡。

上述結果顯示出香港之企業管治應用守則尚有改善之空間，尤其是擁有權結構及投資者關係之披露，法例執行情況及大眾對企業管治的認知等各方面。

4.3 回顧有關資料披露成本的文獻

有幾篇論著指出，導致亞洲金融危機爆發的主要因素是缺乏透明度³¹及財務資料披露不足。財務匯報 (包括資料披露質素) 是帶來優良企業管治的其中一個重基本元素。如果公司沒有披露可靠及適時的資料，外間人仕 (監管機構或投資者本身) 幾乎完全無法監管管理層的行動。股東需要適當及充分的資料披露才可有效地表決有助增值的管理層議案，繼而間接推動控制管理層的主要機制，例如企業控制的市場、以股價為本的管理人員補償等 (Fox, 1999)。

學術文獻一般都支持披露更多資料可減低資本的成本，改善與投資業界的公共關係，以及加強市場的效能 (Admati and Pfleiderer, 1998; Elliott and Jacobson, 1994)。從經濟學的假設是，披露全面的資料應是公司的均衡策略 (Grossman, 1981; Jovanovic, 1982; Milgrom and Roberts, 1986)，而公司應自願披露所有私有的資料，以取得資料披露的所有利益。但實際上，公司被強制要求披露資料，而披露額外資料是需要付出成本的。公司考慮成本問題後，有動機保留一部份資料不對公眾披露 (Admati and Pfleiderer, 1998; Suijs, 1999; Fox, 1999; Kaufmann *et al.*, 1994)。故此，進一步自願披露資料有其成本及利益，兩者不斷在取得協調。有一點需要注意，資料披露的成本令公司不大願意執行有關工作，但這些資料是規管機構或股東監管管理層時不可缺少的。為了促進企業管治，資料披露的成本應盡量減至適當水平，否則便要強制規定披露資料。可是，令問題更加複雜是披露的規定有時可能會增加披露成本。例如：美國執業會計師公會要

³¹羅兵咸永道會計師事務所在 2001 年就不透明問題調查不同國家的情況，給予的評分是：英國，38；美國，36；香港，45；台灣，61；新加坡，29。這個評分系統是，得分越低，透明度越高。

求公司披露更全面的資料 (見 Bichard, 1994; Mello, 1993) ，但財務行政人員協會 (Financial Executives Institute) 懷疑披露更多資料的成本效益。有鑑於這些歧見，美國證券管理委員會一個內部研究小組提出建議，減少一些條例及形式，以減低遵守披露規定的成本 (SEC, 1996) 。

下一節將進一步闡釋上述討論，回顧有關資料披露成本的文獻。

4.3.1 資料披露成本的組成部分

Admati 及 Pfleiderer (1998) 與 Lev (1992) 認為資料披露的成本可粗略分為兩類，包括直接成本及間接成本。

4.3.1.1 資料披露的直接成本

直接成本是搜集、提供、發放及審核準備要披露的資料所牽涉的成本 (Fishman and Hagerty, 1998; Verrecchia, 1983; Langbert, 2001) 。這些成本相對來說較易估計，並包含在資料披露的成本效益分析內 (Lev, 1992) 。公司需要負責的直接成本包括公司僱員的機會成本、審計及法律費用、以及印刷及發放的費用 (Fishman and Hagerty, 1989) 。有一點需要注意，資料披露的成本應不計算已由管理層為提供資料所負擔的成本 (Elliott and Jacobson, 1994) 。

除了公司負擔的直接成本外，投資大眾亦要付出代價來瞭解及消化公司披露的資料 (Fishman and Hagerty, 1989) 。披露的資料內容及形式越複雜，使用者要瞭解資料所付出的成本越高。

4.3.1.2 資料披露的間接成本

資料披露的間接成本來自對公司活動及競爭能力狀況造成的負面影響 (Lev, 1992)。間接成本最常被引用的例子是政治及訴訟成本，以及失去競爭優勢。以下是有關的討論：

政治及訴訟成本

如果大多數公司披露的資料量同等，只有一家披露特別多資料，這家公司將吸引評論員及樂於發表意見的股東更多注意力，帶來額外政治成本 (Lo, 2000)。更重要的是，資料披露不充分或披露誤導資料進行欺詐 (特別是披露一些期待已久的資料後股價下跌) 的指控可能引起訴訟 (Elliott and Jacobson, 1994)。有些訴訟費用，例如：付給勝訴原告人的款項、庭外和解費、法律費用等是可以計算的 (Kaufmann *et al.*, 1994)，但其他成本是無形的，例如分散管理層的注意力，不能集中於業務上的工作、公司形象宣傳、以及未來牽涉更多訴訟的風險 (Kaufmann *et al.*, 1994; Elliott and Jacobson, 1994)。

有些實證研究找到證據支持資料披露增加訴訟風險的說法。Lev (1995) 考查了一些被股東起訴的公司特徵，並與其他面對類似風險但能避免訴訟的公司比較，集中研究兩組公司不同的資料披露政策。他分析了 1988-1990 年間，589 宗在季度收益公佈後股價大跌的個案，發現相對受控制公司來說，訴訟目標 (被外間人仕控訴的公司) 與投資者的溝通更廣泛 (即披露更多資料)，發出更多樂觀的公佈，但比同樣有風險的公司發出較少未來股價下跌的警告。雖然這研究沒有提出要限制或減少與投資者的負責任溝通，但結論是訴訟風險較高是資料披露其中一項成本。

失去競爭優勢

Admati 及 Pfleiderer (1998) 認為，如果向公眾披露寶貴資訊的公司向競爭對手或「與公司在策略上有相互關係」的其他人洩露了資訊，可能會失去競爭優勢或討價還價的能力。以下列舉一些可能失去競爭優勢的例子：

- 某公司的供應商有鑑於公司的負收益預測，可能拒絕向公司提供優惠銷售條件及信貸 (Lev, 1992)。
- 市場上的競爭對手可能利用披露的資訊採取逆向行動，令公司要負擔成本 (Wagenhofer, 1990; Suijs, 1999)。例如：傳統來說，公司均不願意披露科技及管理的創新發展、策略、計劃及經營方法等敏感資訊，以防失去競爭優勢 (Elliott and Jacobson, 1994)。造成這種資料披露的成本是由於競爭加劇，以致喪失利潤 (Wagenhofer, 1990)。有時成本實在太高，有建議稱管理層應維持「黑箱作業」 (Zweig, 1998)。
- 如果披露更多補償資訊，工會可能根據較全面披露的行政人員聘用條件，達致議取更高薪酬。

4.3.2 規定資料披露的成本

資料披露可以促進市場效能及企業管治，但如以上所述，公司需要負擔其成本，所以管理層有動機向公眾隱瞞資料。有鑑於這種情況，便有需要引入強制披露資料的規定 (Shaffer, 1995)。但我們亦要注意硬性規定披露資料的額外成本。如果制定資料披露的要求沒有顧及這些成本，可能帶來不夠完善的情況。

以下是規定資料披露的成本：

- **符合規定的成本。** 有些研究提出實據證明資料披露的規定，令公司以及整個行業負起龐大成本。聯邦財務機構調查局 (Federal Financial Institutions Examination Council) 曾對美國銀行業進行調查，結果發現，銀行業 1991 年的無息總支出中，14% (145 億元) 是爲了符合規管規定的成本 (Anonymous, 1992)。美國銀行家協會 (The American Bankers Association) 在 1992 年亦發現，對銀行業眾多規定中，成本最高是《社團再投資法令》(Community Reinvestment Act - CRA)，其中的廣泛資料披露要求 (Shaffer, 1995)。符合規

定的成本高達 107 億元，相等於該年度行業總利潤的 59% (Rehm, 1992)³²。另一個由美國銀行家協會進行的調查 (Cummins, 1994)³³指出，銀行爲了遵守《社團再投資法令》建議修訂的資料披露新規定，每年要付出超過 1 億元的申報成本。有言論指銀行在沒有規例約束下仍會自願披露資料 (在這種情況下，申報的成本應被視爲經營的正常成本，而不是規定資料披露的成本)，但資料披露的規定製造額外成本，用來準備更多文件及符合標準格式 (Shaffer, 1995)。

- *多餘資料的成本*。如果規定披露的額外資料對使用者沒有幫助 (即資料沒有影響使用者的決定)，這些資料便被視爲多餘及不能爲市場參與者帶來利益。以往一些研究提供例證說明這類多餘資料的成本。Smirlock 及 Kaufold (1987) 分析資料披露的要求能否幫助投資者分辨各銀行不同程度的外匯風險。他們考查了 60 家銀行在 1982 年的市價估值 (按股價計算)，發現市場就算沒有資料披露的規例，亦能分辨哪些銀行有較低外匯風險，哪些有較高風險。規管機構認爲必須利用資料披露規例爲投資者提供風險方面的資料，Smirlock 及 Kaufold 質疑這種看法，並提出可能不需要資料披露的規定。

我們從上述的討論可推斷，如果有顯示指資料披露的要求多餘及沒有惠及市場，而且因爲要披露及遵守額外資料而付出額外成本，這樣的資料披露要求可能帶來損害 (Shaffer, 1995)。

- *資料披露太多的問題*。強制性的資料披露可能增加市場上的資料，超過社會較喜歡的資料最優程度。Shaffer (1995) 認爲披露的資料達某一個程度後，額外的資料對市場有較少的價值。如果是超越了資料披露的最優程度，投資者會選擇不要額外的資料披露。Fishman 及 Hagerty (1989) 進一步指出，公司本身已傾向披露「太多資料」(行業內各公司爲了競爭，吸引其他有類似獲利能力的對手的投資者，披露的資料會比對手稍多)；所以訂定資料披露的要求可能令問題更嚴重，所有公司披露的資料超過社會所需，不是最佳的情況。公司披露的資料達到社會需求後，法例規定披露的額外資料可能對社會造成損害 (Shaffer, 1995)。
- *最優化的披露*。Grossman (1989) 認爲，市場本身 (資料的需求及供應) 會進行調節，直至達到資料披露的最優化程度。這樣便可減去無關重要但成本高昂的資料披露。但如果實施強制的資料披露要求，市場機制便無法運作，市場可能存在太多資料，而且「資料披露可能再不能反映賣方的質素，因爲市場充斥了太多聲音」(Grossman, 1989)。這可能造成投資者資料負荷過重的

³² 美國銀行公會 (ABA) 在 1991-92 年間對 10,000 位銀行家進行關於美國銀行業的調查，其間獲 10% 的回覆率。

³³ 此項調查是由 ABA 在 1993 年對 143 間資產值超過二億五千萬美金的銀行所進行，相等於銀行總數的百份之十。

問題。有些評論員擔憂美國互惠基金招股說明書披露過多資料。說明書提供太多詳情，通常令人混淆 (Cope, 1994)。

- *疏忽重要的資料*。Shaffer (1995) 提出，設計欠佳的資料披露規定可能「無意間削減了實際要披露的有用資料」。他認為，如果資料披露的規定疏忽了重要資料，只著重無關痛癢的資料，公司披露資料時便會只符合規定的程度，以減低披露的成本。但如果一開始便沒有資料披露的規定，公司反而會披露重要及有用的資料。

Shaffer (1995) 提出三個支持強制施行資料披露規例的條件：

- 已存在一些問題，例如：壟斷權力、未識別的風險。
- 出現的問題必須由更多的資料披露才可解決，例如：透露市場或公司的所有風險，減低交易成本等。
- 資料披露的規定必須增加披露有用資料(而沒有遺漏其他重要的資料)。

規定生效後，仍要定期進行監管及考核，以評估這些資料披露規例的成本效益。這可確保各項資料披露的規定仍然對市場有利。

4.3.3 不同司法管轄區的資料披露成本

資料披露成本本身十分難以計算 (某些直接成本如印刷、分發或專業費用等則除外)，所以要衡量不同司法管轄區或市場的資料披露成本並不容易。除了 Fox (1999) 進行的一項研究，並沒有太多調查探討不同司法管轄區的資料披露成本差異。他認為規定披露資料的角色與企業管治相關，並發現資料披露的最優化程度(最優化程度的定義是規定的資料披露的邊際利益相等於邊際成本)應將股東的回報增至最大(除淨資料披露成本)。他亦推斷由於不同國家的法律保障及管治架構不同，各司法管轄區有不同的資料披露最優化程度。他認為美國 (表決權不太集中，機構投資者較不積極，較依賴不友善的收購威脅及以股價為本的管理層補償) 的資料披露最優化程度可能比德國及日本高，因為不友善的收購威

脅及以股價為本的管理層補償需要向公眾披露更多資料，作為企業管治的手段之一。這表示美國市場可能比德國及日本願意承擔更高的資料披露成本。另一方面，香港及新加坡等亞洲司法管轄區的資料披露最優化程度較低。這些地區的特色是企業管治系統以關係為本，而且家族控股的情況較普遍。在這些情況下，披露更多資料的動機比較低，可能需要實行強制的資料披露規定。

總的來說，研究每個司法管轄區的資料披露成本及最優化程度，必須同時考慮在不同司法管轄區內的機構架構。

4.4 總結

本章回顧的文獻對企業管治及公司業績的關係有不一致的詮釋。結果相異的其中一個原因可能是不同研究採用不同指標衡量企業管治及企業業績。除了這些研究分析的事項或董事會特色外，還有其他因素會影響公司業績 (Brancato, 1998; Pozen, 1994)。有一點必須注意的是衡量企業管治及公司業績時應用甚麼指標並沒有一致的看法 (Brancato, 1998)。

大多數研究發現，增加股東及董事的所有權可改善企業業績。原因可能是所有權增加帶來更積極的監管及更低的代理成本，最終改善公司業績。但其他有關股東積極主義及公司業績關係的研究卻有迥異的結果。另一派文獻集中分析董事會特色與公司業績的關係，亦找不到明確的證據顯示董事會規模、行政總裁雙重身份、董事會組合及公司業績的連繫。另一方面，有關較高質素的董事及更多董事會活動與較佳公司業績關係研究，結果相當一致。投資者或專家的意見及排名一般都支持企業管治可改善公司業績的看法。

上述的文獻回顧並未能提供明確的證據支持企業管治及公司業績的正面關係，但越來越多法律及商業文獻強調優良的企業管治可改善業績，理由是企業管治是管理質素的反映。為了達至長遠的好表現，有質素的管理須要保持「檢視和平衡」去防範詐騙，並且在公司裏提供操作的機會 (CLSA, 2002)。整體來看，證據的份量足以顯示企業管治是影響公司業績的其中一個因素。

此外，以往的文獻亦指出，披露財務資料是建立優良企業管治的元素之一，但本身是有成本的，所以香港考慮披露財務資料政策時，必須同時計算這些成本。

第五章 法律及規管規定的比較研究

5.1 引言

我們將在這章分析香港、英國、美國、澳洲、馬來西亞、台灣及新加坡的法律及規管架構（包括會計法規）。所有司法管轄區的企業管治措施通常取決於當地商業環境的法律和規管架構，以及企業管治結構。本章將就影響企業管治慣例的制度及規管架構，比較分析各國情況。

我們將在附錄 4 概述各司法管轄區的法律及規管環境，包括公司及證券法例的來源及執行情況。隨後的附錄 5 比較研究各地對企業管治資料披露的規管性質規定。附錄 6 詳細比較各司法管轄區對董事會常規的規管規定。附錄 7 概述各司法管轄區對會計專業的規管，有助更全面研究法律及規管架構。

我們分析了各司法管轄區的法律及規管架構後，將比較研究關聯方交易的各項問題。本章最後一部分概述一些由專業團體進行的企業管治調查，結果撮要載於附錄 8。附錄 9 略述各司法管轄區的企業管治最新發展。

5.2 香港

5.2.1 法律及規管架構

香港現有的企業管治條例及規定分別源自《公司條例》、《證券條例》、《主板上市規則》、《創業板上市規則》及香港金融管理局 (Gul, 2002)。以下各節將概略討論這些規定。

5.2.2 《公司條例》

香港所有公司均受《公司條例》，即香港法例第 32 章規管。該條例涵蓋了企業管治的幾個範疇：

5.2.2.1 管理的質素

該條例就誰人可出任公司董事訂定了一些限制。未獲解除破產的破產人不可出任公司的董事 (第 156(1)條)，而如果有以下情況，法院可根據條例的第 168 條頒布取消資格令：

- a. 任何人被裁定犯了一項與公司的發起、組成、管理或清盤等事宜有關的可公訴罪行 (168E(1)條)；
- b. 某人因持續不履行《公司條例》中規定將任何申報表、帳目或其他文件送交註冊處長存檔 (168F(1)條)；
- c. 該人仕犯了與該公司有關的欺詐罪或欺詐營商 (168G(2)條及 275 條)； 或
- d. 法院認為該人仕不適合管理該公司 (168H 條)。

如果董事直接或間接在一項與公司訂立的合約中有 (具關鍵性的) 利害關係，必須在最早召開的董事會議上聲明其利害關係的性質 (162(1)條)；任何董事如未有作出聲明，均可處以罰款。表 A 第 86 (1) 條亦規定有關董事不可表決此等利害關係的合約。任何公司不得直接或間接貸款予其董事或為董事或其控制的公司的貸款提供任何保證 (s157H(2))。

根據第 142 及 143 條，財政司司長獲授權於某些情況下委派調查員對公司進行調查。此等情況包括：

- (i) 有人曾意圖或正意圖藉經營該公司的業務而詐騙其債權人或任何其他人的債權人，或為其他欺詐或非法目的而經營該公司的業務，或以欺壓該

公司的任何部分成員的方式經營該公司的業務，或該公司為任何欺詐或非法目的而組成；或

- (ii) 一千人等涉及公司的組成或該公司事務的管理，對該公司或其成員犯了欺詐行為，失當行為或其他不當行為的罪行；或
- (iii) 該公司的成員未獲提供其合理地預期而獲得的一切有關該公司事務的資料 (公司條例第 32 章第 143 條第(1) (c)節第一段至第三段)。

5.2.2.2 審計

根據第 131 條，每間公司均須於每次周年大會上委任一名核數師。核數師有權查閱公司的簿冊及帳目，並獲授權要求公司的僱員就其履行責任的情況提供資料及解釋 (145(5)條)。公司的僱員如明知或罔顧實情地向核數師作出誤導或具欺騙性的陳述便屬違法，可判處監禁及罰款 (134 條)。

5.2.2.3 資料披露

第 121 (1) 條規定每間公司均須備存妥善的帳簿，而該帳簿要真實而公平地反映公司的財務報表 (121(2)條)。如果公司董事未有採取一切合理步驟確保公司備存妥善的帳簿便屬違法，可被判處監禁及罰款 (121(4)條)。帳簿須時刻公開讓董事查閱 (121(3)條)。

此外，年報內每份資產負債表均須隨附一份董事報告書 (129D(1)條)，提供的資料應包括公司的主要活動，董事姓名，述明董事建議應以股息方式支付的款額，捐款的總額，公司固定資產出現的重大改變及管理合約等 (129D(3)條)。如果董事沒有遵守這些規定便屬違法 (129F 條)。

有關董事的酬金，第 161 (1) 規定披露以下資料：

- a. 董事薪酬總額；
- b. 董事 (或已離職董事) 的退休金總額；及
- c. 董事 (或已離職董事) 就失去職位所獲得的補償總額。

此外，公司的股東登記冊須與公司的股東姓名索引，在營業時間內公開讓股東及公眾人士查閱 (98(1)條)。如果公司及其有關職員拒絕外間查閱資料，可被判處罰款 (98A 條)。

5.2.2.4 股東的權利

條例內一些條文的目標是確保公司股東的權利獲足夠的保障：

- 股東可就重要的事宜，包括修改公司章程 (例如：13 條, 25A 條)，減少公司的股本 (58 條)，董事的免任(157B 條)及公司自動清盤 (228(1)(b)條) 要求特別決議 (而不是簡單的過半數票表決)。
- 為數達 100 名的股東或持有公司 10%已發行股份的股東可向財政司司長申請委任審查員調查公司的事務 (142 條)。
- 公司章程中有關股本的條文可更改附於公司任何類別股份的權利，而附於此等類別股份的權利於任何時間依據上述條文被更改，則合共持有面值不少於百分之十的該類別已發行股份的人，可向法院申請取消該項更改。而該項更改要待法院確認才具效力 (64 條)。
- 股東若持有 5%的總表決權，或為數達 100 名持有該公司股份的股東，而每名股東就其所持股份已繳足的平均股款不少於\$2000，可要求在下屆周年股東大會提出動議 (115A 條)。
- 股東若持有 5%的公司股份可要求董事召開會議；如果董事未有妥為安排召開會議，提請人可自行召開會議 (113(2)條)。
- 168A 條授權公司任何一位股東，如果發現公司的事務不公平地損害股東的利益，可向法院申請裁決。

- 股東有權向法院申請撤銷決議。例如：他們反對修訂公司任何事宜時可以這樣做 (8(2)條)，或私有公司已通過資本贖回 (8(4)條)。
- 根據附表 13，如果小股東不接受成功的股份公開回購建議，仍有權將其股份出售。
- 股東可向法院申請公司自動清盤 (177 條)。

5.2.2.5 《2002 年公司（修訂）條例草案》

2002 年 1 月 30 日，《2002 年公司（修訂）條例草案》在立法會會議上動議，目標是改善香港的企業管治 (Yiu, 2002)。2000 年 2 月，公司法改革常務委員會（常委會）建議修改《公司條例》。該條例草案涵蓋其中 17 項建議，並可分為三大類，即股東權利、董事職務，以及技術事宜。

在股東權利方面，條例草案建議股東有權強制執行公司的組織章程大綱及細則的條款。財經事務局局長葉澍堃表示：「這安排可確保當公司的事務並非依照章程進行時，股東可以採取適當行動」 (Ip, 2002)。條例草案亦建議將有關股東提出建議的規定，由 5%調低至擁有 2.5%的表決權的人仕或 50 名股東。另外，條例草案建議讓股東可藉普通決議 (以簡單的大多數票表決)，而無需經特別決議將公司董事罷免。

在董事職務方面，條例草案提出幾項改革以澄清董事的定義及責任。草案建議董事必須為其替補董事的作為承擔法律責任。條例草案亦建議將「影子董事」的定義適用範圍由現時條例的第 IVA 部擴展至全條條例，並將「可影響大多數董事的人」納入該定義中。此外，條例草案亦澄清其他事宜，包括公司可以彌

償其高級人員或核數師所須承擔法律責任的範圍及公司向董事貸款或提供貸款保證的範圍等。

有關技術事宜的修訂建議包括禁止成立有股本的擔保有限公司；撤銷公眾公司股東向法院申請廢除公司已通過對公司宗旨作出的修改的權利，以「確保公眾公司的商業決定不會受到不必要的阻撓」（Ip, 2002）。其他建議包括取消董事自主規則及界定在「高級人員」的定義中所提述的「經理」一詞的定義。這些建議大都是為了促進優良的企業管治。

5.2.3 《證券條例》

證券及期貨事務監察委員會（證監會）執行的《證券（披露權益）條例》（香港法例第 396 章）要求公司董事及主要股東向其他投資者披露他們所持有的公司股份利益。香港《公司收購及合併守則》（《收購守則》）內載有條文保障收購時投資者的利益。《證券及期貨條例》（第 571 條）最近在 2002 年 3 月獲得通過，但截至本報告發表時仍未生效。這條例將十條有關證券及期貨條例合併為一條法例，目標是建立一個符合國際最佳慣例的規管架構，加強市場的效能及透明度。以下數段將探討該條例提出有關改善香港企業管治的建議。

條例擴展了證監會的調查及執行紀律權力。例如：有關當局將成立市場失當行為審裁處，以現時的內幕交易審裁處的工作為基礎，處理內幕交易及其他市場失當行為（條例的 XIII 部分）。就市場失當行為審裁處有權下令違規者交回利潤，亦可下令公司繳納法律及調查費用，以及撤銷個別人仕出任上市公司董事的資格（最長年期為五年）。條例亦建議證監會有權要求上市公司或其集團的任

何一位成員解釋會計記錄，並應有權查閱公司核數師的工作文件（條例的 VIII 部分）。

有關披露公司控股的情況，條例將最低披露界線由 10% 降至 5%，而具報期限則由目前的五日縮減至三個營業日（條例的 XV 部分），為投資者作出投資決定提供適時及準確的資料，包括通知有關的上市公司及聯交所其所擁有的利益（324 條）。有關投資者保障，條例規定任何人如因為市場失當行為而蒙受損失，便會獲賦予訴訟權利，可以透過民事法庭提出追討（條例的 XIII 及 XIV 部分）。

我們預期條例加入這些新項目後，可為香港建立一個有效的規管架構，保障投資者的利益，減少市場的不當行為，加強市場的信心及改善企業管治。

5.2.4 《主板上市規則》

除上述法例外，《上市規則》亦訂定了申請上市的條件及責任。香港聯合交易所（聯交所）《上市規則》第三章詳細列出對保薦人、授權代表及董事的規定。董事要履行受信責任及遵守《上市規則》附錄 10 有關進行證券交易的標準守則。自 1994 年始，《上市規則》規定每家上市公司最少要有兩名獨立非執行董事。聯交所在某些情況下可要求公司委任多於最低規定數目的獨立非執行董事。

此外，《最佳應用守則》雖然不用強制執行，亦加進聯交所《上市規則》（SEHK, 1998）附錄 14 內。訂定《最佳應用守則》的原意只是為提供指引，公司不一定要完全遵守，但聯交所鼓勵在主板上市的公司遵守這些指引。守則提供

企業管治的最佳慣例，範圍包括董事會組合、董事取閱資料、委任及再委任董事及設立審計委員會等。

5.2.5 《創業板上市規則》

《創業板上市規則》第 5 章為在創業板上市的公司訂定了有關董事、授權代表及企業管治事宜的規定。這一章與《主板上市規則》相類似，列出董事的受信責任，並規定每家上市公司最少委任兩名獨立非執行董事。與《主板上市規則》相類似的另一個地方是，聯交所可以要求公司委任多於最低規定數目的獨立非執行董事。

《創業板上市規則》要求在創業板上市的公司委任一位執行董事出任監察主任，及一位合資格會計師監督會計及財務申報程序及內部控制的工作，以加強內部控制系統的質量及效能。另一項強制的要求是，在創業板上市的公司必須設立審計委員會，成員不可少於兩位。委員會的大多數成員及主席須為獨立非執行董事。如果委員會只有兩位成員，兩位都必須是獨立非執行董事。《主板上市規則》並沒有這樣的規定。《創業板上市規則》亦規定審計委員會的最基本職責必須包括檢閱公司的報告（年報、半年報告及季度報告）及帳目，並且監管公司的財務匯報及內部控制程序。

5.2.6 香港金融管理局 (金管局)

金管局 (2001) 根據《銀行業條例》(香港法例 155 章) 第 7 (3) 條發出企業管治的指引，列出本地註冊認可財務機構必須遵守的企業管治最低標準。但該指引並無法

律效力。指引建議銀行應委任最少三位獨立董事進入董事會，以提供足夠獨立資源。

以上概括討論了香港企業管治的法律及規管規定。以下將討論一些專業機構，諸如香港會計師公會及香港董事學會提出自發推行的企業管治建議。

5.2.7 香港會計師公會

香港會計師公會的公司管治委員會自 1995 年起，爲了回應香港有關企業管治的討論，發表了七份文告，其中包括《公司管治 – 工作小組第一份報告書》 (“First Report of the Working Group on Corporate Governance”) (HKSA, 1995) 、《公司管治 – 工作小組第二份報告書》 (“Second Report of the Corporate Governance Working Group”) (HKSA, 1997a) 、《成立審核委員會指引》 (“A Guide for the Formation of An Audit Committee”) (HKSA, 1997b) 、《董事如何在年報匯報業務之指引》 (“A Guide for Directors’ Business Review in the Annual Report”) (HKSA, 1998) 、《董事酬金 – 改善透明度及問責性的建議》 (“Directors’ Remuneration – Recommendations for Enhanced Transparency and Accountability”) (HKSA, 1999) 、《年報的公司管治資料披露–現有法規及提升水平建議之指引》 (“Corporate Governance Disclosure in Annual Reports – A Guide to Current Requirements and Recommendations for Enhancement”) (HKSA, 2001) 、以及《審核委員會有效運作指引》 “A Guide for Effective Audit Committees” (HKSA, 2002) 。

第一份報告書 (HKSA, 1995) 提出了 19 項建議，包括董事會的角色及職責，財務匯報及審計，及其他企業管治資料披露規定，例如需在年報內陳述內部控制。1995 年提出的其中一個建議是在年報內加入企業管治報告。香港會計師公會強調董事會獨立的概念相當重要，並建議聯交所要進行積極監管，確保獨立非執行董事符合《上市規則》、《最佳應用守則及指引》附注等所列的「獨立」準則。報告建議必須向非執行董事提供有關董事責任、董事會程序、最近關注事項、公司業務及財務表現等資訊。公司亦應該披露付給外聘核數師的非審計費用，以加強他們的透明度及獨立性。

第二份報告書 (HKSA, 1997a) 就董事會成員、財務總監及首席財務主管提出進一步建議。爲了提高董事會的效能，董事會最少 50%的董事應爲無關係人仕 (非家族成員)。報告特別指出現時各公司披露董事間的家族關係不足，亦不清楚董事是否由大股東聘用，抑或本身就是大股東¹。此外，公司亦應披露董事及非董事的大股東之間的家族關係詳情。報告書亦建議要披露更多有關執行董事、非執行董事、獨立非執行董事，以及獨立非執行董事酬金等資料。

香港會計師公會第三份報告書《成立審核委員會指引》 (HKSA, 1997b) 獲聯交所在 1998 年的《最佳應用守則》中正式採納爲設立審核委員會的指引。這指引的修訂版《審核委員會有效運作指引》 (HKSA, 2002) 最近出版，我們在《簡報三》詳細探討其建議。

¹ 2000 年的《上市規則》附錄 16 第 12 段針對這披露不足的問題，規定必須披露董事之間的家族關係及董事是否受聘於另一家與該公司有股份利益的公司。

於 1998 年，香港會計師公會公司管治委員會的董事匯報業務工作小組發表了《董事如何在年報匯報業務之指引》(HKSA, 1998)。這指引提供架構，給公司董事撰寫年報的〈業務匯報〉時參考。〈業務匯報〉描述現在的業務狀況，並評估前景發展。《指引》建議〈業務匯報〉應包括兩部分：運作匯報及財務匯報，並要討論公司業務活動的性質及預期每個範疇帶來的利益，特別要注重活動程度及管理政策的改變。

香港會計師公會曾進行了一個研究，比較香港與其他主要資本市場，包括美國、英國、新加坡及澳洲等國家對披露董事酬金的不同要求 (HKSA, 1999)，並發表題為《董事酬金 – 改善透明度及問責性的建議》的報告。《簡報三》將探討這報告的詳細建議。

香港會計師公會最近發表了一個全面指引，題為《年報的公司管治資料披露 – 現有的法規及提升水平建議之指引》(HKSA, 2001)。這指引總結了公會之前四個有關企業管治的刊物，再重申尚未被《上市規則》採納的建議，並提出其他意見，包括董事會結構及功能，管理部門討論及分析，董事及行政人員薪酬，審計委員會及關聯方交易。預期這些建議可與國際標準看齊，有助香港維持其國際主要財務中心及資本市場的地位。他們鼓勵上市公司及公眾公司在年報另闢篇章報告企業管治（內容包括董事會的責任，董事會召開會議的數目，個別董事出席會議情況，以及非執行董事的貢獻及角色），與《董事報告》等同等重要。《指引》繼續強調外聘核數師具有透明度及獨立性是重要的，並建議公司應該披露付給他們的非審計費用。

5.2.8 香港董事學會

香港董事學會發表了《1995 董事指引》，概述現存規管董事責任的法例，並針對法例含糊不清的地方²，為董事提出最佳慣例的建議。該指引 (HKIoD, 1995) 指出，「董事會應負責：

- 訂定公司的策略性目標及策略性政策；
- 委任公司的高級管理人員；
- 監管爭取達到目標的進度及是否有遵守政策；
- 向真正應交代的各方適當地交代公司的工作。」

《指引》亦有針對董事的法律身份及相關連的權力、職責及法律責任，並清楚指出董事要負起以下的受信責任：

- 為公司的真實利益誠實行事；
- 為恰當的目的行使權力；及
- 不容許董事的責任及個人利益有任何衝突，以影響其履行責任的表現。

其他職責亦包括遵守《公司條例》的規定，向公眾作出適當的資料披露，委任合適的僱員及核數師。該指引亦就董事的資格、委任、免職、取消資格、酬金及補償等事項表達意見。

香港董事學會在 2000 年發表了另一個指引，澄清獨立非執行董事的角色及職責。該指引澄清非執行董事與管理層的關係應為「非執行董事在公司內應該不用擔負行政或管理的職責。」此外，如果非執行董事除了董事酬金外，沒有收取公司其他利益，便可算為獨立於管理層。這與聯交所的《上市規則》相類

² 《指引》根據的是 1995 年 3 月 31 日的香港法例。

似。獨立非執行董事除了監察管理層的工作及為公司業務發展方向提供建議外，應該致力保證董事會照顧所有股東的利益。這指引為界定不同類型董事的角色提供了基準，董事亦從而瞭解他們在董事會及其屬下委員會內的角色及功能。

5.2.9 公司法改革常務委員會的企業管治檢討

公司法改革常務委員會倡導全面檢討企業管治，以找出及堵塞香港企業管治制度的漏洞。檢討的目的是增強問責性，改善資料披露及透明度，繼而提高香港企業管治的水平。是次檢討共有五個顧問研究計劃，本研究為其中之一，集中探討挑選的司法管轄區內不同的企業管治體系。檢討結果及提出的建議相信可推動香港的企業管改革。

5.2.10 香港交易所的上市規則修訂建議

香港交易所為为了提高香港企業管治水平，與國際資本市場現行慣例看齊，在2002年1月發表了「有關企業管治事宜的上市規則修訂建議」。建議修訂的範圍包括：

- 董事及董事會常規；
- 企業交易及股東權利；以及
- 企業匯報及資料披露。

以下將概述這諮詢文件討論的主要事項：

5.2.10.1 董事及董事會常規

董事組合

- 公司必須委任一位合資格的執行董事負責會計及財務匯報；如果職位懸空，需要作出公佈。
- 委任合資格的執行董事出任監察主任；如果職位懸空，需要作出公佈。
- 非執行董事的職責及責任應該包括：
 - 出席董事會會議；
 - 保障小股東的利益；以及
 - 參與審計及其他委員會。
- 將區分主席與行政總裁角色的做法列為良好實務。
- 在年報內加入企業管治措施報告。
- 年報內披露董事薪酬的資料應包括：
 - 個別董事的酬金及薪酬待遇；
 - 薪酬政策及長期的獎勵計劃；
 - 優先認股的政策；以及
 - 獨立非執行董事的基本酬金及其他福利；

董事會常規

- 強制規定設立審計委員會，並最少由三位非執行董事組成，其中大多數須為獨立非執行董事；如果沒有遵守規定，必須加以披露。
- 建議設立薪酬委員會；如果沒有設立這委員會，須在年報內披露。
- 建議設立提名委員會，大多數成員須為獨立非執行董事；如果沒有設立這委員會，須在年報內披露。
- 所有董事須在固定時間輪流交替擔任職務。

獨立非執行董事

- 獨立非執行董事的數目不可少於董事會成員的三分之一。
- 在下列情況下，獨立非執行董事的獨立性將受到質疑：

- 持有超過 5% 股份；
- 接受股票作為禮物或其他財政資助；
- 由公司僱用；
- 是關連公司的前任或現任董事；
- 是公司的專業顧問；
- 可從公司的商業活動獲取實質利益；
- 要對某一位股東或一組股東「效忠」；
- 作為某方的代表，而他們的利益有異於小股東；
- 與其他董事或大股東有「關連」；以及
- 董事酬金是他們主要的個人收入。

5.2.10.2 企業交易及股東權利

建議的修訂包括修改現時《上市規則》對「關連人仕」及「聯營公司」的定義，以及有關股東表決的事宜等。

5.2.10.3 企業匯報及資料披露

季度匯報

除了現時規定的半年度及年度報告外，他們建議發表季度報告（在 2003 年 1 月 1 日生效，並應用於主板及創業板《上市規則》）。報告必須經由審計委員會檢閱，並在季度結束後 45 天內發表。此外，建議修訂發表半年度及年度報告外的時限至分別為有關時期結束後的兩個月及三個月。

其他有關企業資料披露的事宜

建議的修訂除了針對報告是否適時及發表的頻密程度外，亦提出要更改須予公佈交易的公告及通函。例如：修改《主板上市規則》達至與創業板的規則相同，公司就非常重大的收購事項向股東發出的通函中，刊載有關經擴大集團的會計師報告。主板及創業板的規則將同時修改，要求公司就須予公佈交易的公

告及通函披露更多資料，而《主板上市規則》將規定公司就任何更換董事事宜發表公告。

5.2.11 會計慣例

5.2.11.1 會計專業的規管

香港會計師公會根據《專業會計師條例》(香港法條第 50 章) 在 1973 年 1 月 1 日成立，是香港專業會計師唯一的法定特許機構，負責規管本地的會計專業。合資格的會員可成為專業會計師，並有權使用香港會計師公會普通會員 (Associate) 或資深會員 (Fellow) 的稱銜。任何人必須持有香港會計師公會的執業證書 (Practising Certificate)，才可自稱為執業會計師，並簽署香港的核數師報告。如果執業會計師以公司/企業的名義執業，必須向香港會計師公會申請登記公司/企業的名稱。

按照《公司條例》成立的公司必須委任一位核數師，而該核數師必須是持有香港會計師公會執業證書的專業會計師。基本上，香港會計師公會是自行規管機構，監管香港專業會計師的專業操守。《專業會計師條例》(香港法條第 50 章) 賦權予香港會計師公會的紀律委員會處理對其會員的投訴，並對疏忽及犯不當行為的會員進行紀律制裁。

5.2.11.2 會計準則及資料披露

香港上市公司遵守的強制性會計原則及資料披露規定主要來自《公司條例》、香港會計師公會制定的《會計實務準則》(Statements of Standard Accounting Practice) 及香港交易及結算所有限公司頒布的《證券上市規則》。

《公司條例》要求年度財務報表真實而公平地反映財政年度結束的情況及該年度業績。會計資料披露的規定主要來自一些強制性質及建議實行的規定，其中包括：

- 香港會計師公會制定的《會計實務準則》(強制性規定)。此外，公會發表了《釋義》，為應用各項《會計實務準則》提供正式指引，有助真實而公平地反映公司的財務報表；
- 香港會計師公會制定的《會計指引》，為現行的最佳實務提供指引(屬建議性質)；以及
- 香港會計師公會發表的《技術公告》，目的是協助會員解決不同會計問題(屬建議性質)。

大部份準則，在計量、確認及資料披露等方面都與《國際會計準則》(International Accounting Standards)看齊。自1993年起，香港會計師公會改變政策，決定其會計準則要與國際協調，以後將本著《國際會計準則》發展所有《會計實務準則》。故此，香港對資料披露的會計規定大體上與《國際會計準則》一致，而如果香港的《會計實務準則》對某一問題缺乏指引，將採用相關的《國際會計準則》作為最佳慣例的主要指標。

香港的《會計實務準則》沒有法定權力，但仍是本地《公認會計原則》(General Accepted Accounting Principles)的最權威基礎，而當公司的財務報表根據香港會計師公會的要求而遵守這些準則時，則可被視為真實而公平地反映實況。香港會計師公會在2002年2月1日發表了21條全新/經修訂的準則，這些指引的目的是針對需要進一步澄清的具體問題，更涉及許多可以改善財務匯報質素的範圍。新的準則2.125〈中期財務匯報〉設定匯報形式及內容的最低要

求，以改善中期財務報告的質素；獲修訂的準則 2.126 〈分部報告〉相對於已被取替的會計指引要求提供更廣泛的資料披露。這些新準則為統一會計處理提供指引，並改善將披露的資料質素。

5.2.12 執行

在香港，《公司條例》、證券及期貨監察委員會（證監會）及香港聯合交易所（聯交所）構成主要的企業管治執行機制。

《公司條例》的條文有助執行有關企業管治的規則，如該條例規定每間公司均須備存妥善的帳簿，而該帳簿要真實而公平地反映公司的財務報表。如果董事未有採取一切合理步驟以確保公司備存妥善的帳簿，便屬違法，可能被判處監禁及罰款。財政司司長獲授權可在某些情況下委任審查員調查公司事務。本章第 5.2.2 節詳細探討了《公司條例》。

證監會遇到以下情況將援引其調查的權力：應聯交所的要求處理較複雜或具爭議的事宜；證監會發現公司嚴重違反《上市規則》；或違反《公司收購守則》、《合併守則》及《股份購回守則》；或發現有《證券（披露權益）條例》及《證券（內幕交易）條例》所列明的法定不當行爲。

聯交所負責日常監督及規管上市公司、其董事及控權股東的工作。但聯交所並沒有法定權力管制上市公司，只能利用《上市規則》及《收購守則》等非法定規則。《上市規則》規定上市公司的董事必須履行其技能及努力的受信責任，達到普通法所定的水平。如果董事故意或屢次不能根據《上市規則》履行其職

責，聯交所可以公開聲明讓該董事留任不符合投資者的最佳利益。如果該董事在聯交所發表公開聲明後仍然沒有離職，聯交所可以暫停或撤銷該公司的股票交易。聯交所亦可要求公司在一段時間內採取補救行動和/或為小股東委任一名獨立顧問。

5.3 英國

5.3.1 法律及規管架構

英國的法律制度源於本土，主要基於司法判決（普通法或判例法）。規管公司的主要法律是 1985 年的《公司法令》(Companies Act)，而管制接受存款、保險及投資業務的法例則是 2000 年的《財經服務及市場法令》(Financial Services and Markets Act)。公司處 (Companies House)³ 負責公司的註冊成立及其有關文件存檔，並向公眾人士提供公司的資訊。隨後多年，現有的法例有很多增補及修訂，法律制度變得相當複雜，於是在 1998 年成立公司法檢討籌劃小組 (Company Law Review Steering Group) 精簡結構或刪除不再適用的部分。

1998 年 3 月，負責執行公司法例，無力償債事宜及根據《公司法令》進行調查及檢控的工商處 (Department of Trade and Industry) 廣泛檢討公司法例。他們委任了一個獨立籌劃小組負責檢討事宜。該小組發表了一系列顧問文件，而最後報告在 2001 年 7 月出版。各方對這檢討是否有效及透徹意見不一，但其就企業管治提出的一些建議則相當重要。該檢討提出的建議許多都是針對小型及私營公司的，並不屬本研究探討的範圍。該檢討就董事事宜提出以下建議：

³ 自 1998 年 10 月 3 日，公司處成為政府之行政機關。它接受了一系列由工商處委託關於金融、人事及支援服務的權責 (www.companieshouse.gov.hk)。

- 董事責任的法定聲明⁴；
- 澄清《公司法令》有關董事利益衝突部分；
- 澄清普通法如何處理分配及共同過失，以確保公司在其董事犯錯時亦要負上部分責任；
- 董事合約年期的限制⁵；及，
- 披露更多有關董事培訓及資歷的資料，讓股東能更有效地評估董事的表現。

該檢討亦提出如何提高股東權利的建議：

- 確保「真正」或「受益」股東可行使其權利的措施；
- 規定免費將成員的決議與周年股東大會文件一同傳閱；及，
- 機構投資者如何行使其選票要有更高的透明度。

其他企業管治的主要建議都是有關財務匯報的。他們建議：

- 規定公司在年報內加入營運及財政檢討報告，檢討業務、業績、計劃及前景，並加入董事認為有助瞭解公司業務的所有資料；⁶
- 向市場發佈資料後，應將該資料載入公司的網頁內；及，
- 上市公司應在年度完結後的四個月內將公司年報載入公司的網頁內。

籌劃小組亦支持《綜合守則》(Combined Code) (容後在本節解釋)採用的「遵守或解釋」取向，並沒有將守則的建議轉為規定。

⁴ 這包括一個有關董事責任的明確聲明，反映現代商業慣例及行為標準的最新修訂的法例，及參照董事責任以決定利益關連人仕的重要性。

⁵ 報告建議新委任董事的聘用合約應規定為三年，之後每次續約一年。如有其他安排，必須獲股東批准。

⁶ 所有公眾及非常大規模（每年營業額超過五億英鎊）的私營公司應在年報內加入〈運作及財務匯報〉。〈匯報〉因應現代經濟的需要而設計，以闡釋一系列關係及資源，並指出它們的職責，這對現代商業是否成功有非常重要影響。傳統財務報表不常或完全沒有有效記入這些項目。

英國的企業管治取向比美國較多明文規定因為英國公司要遵守多些規條。過往十年間，英國發表了幾個上文已提及的企業管治報告，分別為 Cadbury (1992)、Greenbury (1995) 及 Hampel (1998) 等委員會報告。所有報告均就英國應採取甚麼企業管治最佳慣例，列舉委員會成員的建議。這些報告被綜合為《綜合守則》(1998)。守則主要採用 Hampel 的建議，並加入之前 Cadbury 及 Greenbury 提出的意見。

一般認為企業管治的責任理所當然由董事會承擔。對董事的控制可分為三個基本層面。首先是根據普通法訂定信任的程度及原則。後者附有法定條文處理不同情況，其中幾個例子是：資料披露責任及利益衝突，有關董事酬金的規則，貸款安排及合約條款，內幕交易，取消董事資格，董事欺詐及進行不當交易等。

普通法委予公司董事受信責任，要求他們撇開自己的利益，以公司的最佳利益為大前提，因為他們的行動可能會令其他人蒙受損失。

5.3.2. 《上市規則》

英國公開上市公司的股票是在倫敦證券交易所進行買賣的。倫敦證券交易所按照英國對企業管治的平衡取向⁷，並沒有為上市公司設定許多規條。上市公司必須遵守「倫敦證券交易所的規則」及由英國上市局 (UK Listing Authority) 根據

⁷ 第 2.6 節解釋了企業管治的不同取向。

《財經服務及市場法令》(2000) 授權頒布的《上市規則》。以下將概述適用於董事、董事會及整體企業管治的主要規則。

《上市規則》第三章〈上市條件〉列舉公司申請上市時要符合的規定。第 3.8 段規定公司的董事及高級管理人員「集體具備管理集團業務的適當才幹及經驗」，並要求公司在申請上市的文件上披露這方面的資料。另一項規定是，董事對公司的職責不應與其對私人或其他利益的職責有衝突，除非有機制可避免這種損害公司的潛在衝突(第 3.9 段)。第 3.12 段給控權股東下的定義是，他們可在股東大會行使 30%或以上的票數，或能控制足夠的董事委任使其可在董事會會議上行使大多數票。規則指出，公司必須能獨立於控權股東運作，而且與控權股東的所有交易及關係應本於正常基礎。但《上市規則》並沒有建議公司應如何獨立於控權股東運作。

第九章〈持續責任〉列出持續要遵守的規定，即公司在證券交易所上市後一直必須遵守的規定。第 9.34A 段指出仍要繼續遵守 3.8 及 3.9 (已在上一段陳述) 有關獨立於控權股東及正常交易的最初規定。

第十一章〈與關聯方交易〉提供的規則可保障公司，避免現任或剛卸任的董事，抑或大股東利用職權進行某些類型的交易。規則列明如果交易沒有「一般業務帶來收入的性質」⁸時必須依循的程序⁹(第十一章，定義 11.1(a)(i))。

⁸ 帶來收入性質指屬於企業日常業務的一般交易。

⁹ 必須先經股東通過，而有關各方及其相關者均不可參與表決。一些例外的例子諸如條文 11.7 和 11.8 所聲明的，如果關聯方沒有股本證券上市，或關聯方是一間英國上市局 (UK Listing Authority) 定為在英國第二上市的海外公司，這些規條則不適用。

第十六章〈董事〉包括了《上市規則》其餘針對董事的規定。以下概述其中一些要點：

- 董事的責任 – 董事要個別及集體負起遵守《上市規則》的責任；
- 服務合約 – 存放在公司的註冊辦事處，以及在股東周年大會上公開供所有人審閱；
- 董事會的改變 – 不可延誤通知並要將董事的委任和辭職的生效日期在決定後的下一個營業日完結前通知 (適用於申請上市的公司)；
- 披露董事的資料 – 要披露的董事資料包括曾出任及現時出任董事的詳情 (適用於申請上市的公司)。

《上市規則》除了這些非常基本的規定外，對董事或董事會並沒有其他具體要求；對企業管治的取向則如前所述，將《綜合守則》作為其附錄。

《綜合守則》由兩部分組成。首部分在兩節內列出優良管治的*原則*。第一節有關公司，第二節談及機構投資者。《綜合守則》基本上是沒有阻嚇力的「軟性法例」。其中比較嚴格的是在《綜合守則》加進《上市規則》12.43A，規定英國上市公司就兩方面發表聲明：

- 「發表陳述聲明，列出公司如何履行《綜合守則》第 1 節所列的*原則*，並詳加解釋，讓股東可以適當地評估公司如何應用這些原則。」 (12.43A(a))
- 「發表聲明闡述在會計期間內公司有沒有遵守《綜合守則》第 1 節內的守則條文。如果公司沒有遵守守則條文，或只遵守部分條文，或在會計期間內部分時間遵守 (有持續性質的條文)，必須列明沒有遵守的守則條文，及 (如果適用) 在哪段時間沒有遵守，及沒有遵守的原因。」 (12.43(b))

公司的核數師需要在這些遵守聲明發表前，按照守則所列的某些條文加以審閱此等聲明。

《綜合守則》內的〈優良管治原則〉一節列出了董事會、主席及行政總裁等的具體職責。以下一節將分析〈優良管治原則〉，並探討它們對英國董事會結構及運作的影響。

5.3.3 《綜合守則》

5.3.3.1 第一條 – 公司

A – 董事

A.1 – 董事會 – 「每家上市公司應由有效的董事會領導，而董事會的職責是帶領及控制公司」。

條文規定董事會應定期（但沒有闡明何謂定期）召開會議，並擬定正式的議程。董事會成員履行職責時遇有需要，應可隨時接觸公司秘書及徵詢獨立的法律意見（費用由公司負擔）。所有新董事加入董事會時應接受適當培訓（沒有具體說明），而全體董事均要接受持續培訓。所有董事在履行任務時對各事宜應行使獨立的判斷力。

A.2 – 主席及行政總裁 – 「每間公眾公司最上層都有兩項主要任務 - 董事會的運作及行政人員負責經營公司業務。公司領導層應清楚界定各自的責任，這樣可確保權力及權限的平衡，沒有人可具有不受約束的決策權。」

表面看來，這原則似乎不容許行政總裁及主席的角色合併。但守則的條文卻指出，兩個角色可以合併，條件是披露作出這樣決定的理據。不論有否合併角

色，守則要求董事會大多數成員為獨立非執行人仕，包括一位身份明確的資深獨立董事（有時被稱為領頭董事），可透過他向董事會反映受關注的事項。

A.3 - 董事會平衡 - 「董事會應平衡執行及非執行董事（包括獨立非執行董事）的數目，確保個別或一組人仕無法支配董事會的決策。」

這原則表明董事會委任非執行董事是重要的，可防止執行董事以自己的利益為大前提，犧牲公司的利益。條文就平衡執行及非執行董事提供更多明確的建議。條文 A.3.1 建議，董事會最少三分之一成員須為非執行董事。條文 A.3.2 提出，大多數非執行董事應為獨立人仕。獨立的意思是他們「沒有任何業務或其他關係足以實際影響他們行使獨立的判斷力。」

A.4 - 資訊的供應 - 「董事會應適時地獲得形式及質素方面有助其履行職責的資訊。」

雖然有規定要求管理層向董事會提供資訊，但所提供的資料很大機會不足夠讓董事會履行職責。董事必須確保在有需要時索取進一步的資料。

A.5 - 委任董事進入董事會 - 「委任新董事進入董事會必須有正式及具透明度的程序。」

條文建議有較大規模董事會的公司透過提名委員會推薦董事人選。這只是一項建議，董事會應自行決定是否需要這樣的委員會。

A.6 - 重新選舉 - 「所有董事必須在一段時間及最少每三年重選一次。」

這原則建議不應採用自動連任制，附帶的條文提出，第一次任期完結，以及每三年或短於三年的重新選舉均須由股東表決。董事候選人必須提供個人資料，讓股東參考後始作出有根據的委任決定。

B - 董事的酬金

這部份的《守則》針對董事的薪酬及薪酬委員會，我們將在《簡報三》詳述。

C - 與股東的關係

C.1 - 與機構投資者的對話 - 「公司應準備好在可行情況下，與股東根據對目標的共同瞭解進行對話。」

C.2 - 有效地利用股東周年大會 - 「董事會應透過股東周年大會與私人投資者溝通，並鼓勵他們參與。」

這些原則及其附帶條文的原意是增加股東的參與及加強股東周年大會的效能；機構投資者越來越積極爭取與被投資公司接觸及建立持續溝通，C.1 提出具體建議，指出公司應在這方面予以合作。其他建議包括報告代表投票的情況，將

截然不同的事項分為多個決議案加以表決，以及就召開股東周年大會給予股東充分通知，並提供有關文件。審計、薪酬及提名各委員會的主席應出席股東周年大會，並解答會上提出的問題。

D – 問責性及審計

D.1 – 財務匯報 – 「董事會應就公司現在的處境及前景提出平衡及容易理解的評估。」

董事負責準備帳戶的資料，核數師則要匯報董事對公司財務狀況的陳述。董事的責任亦包括向公眾及規管機構提供中期及股價敏感報告。此外，他們必須發表附有假設及/或限定條件的聲明，指出公司將持續經營¹⁰。

D.2 – 內部控制 – 「董事會應建立健全的內部控制系統，以保障股東的投資及公司資產。」

公司應每年檢討內部控制的效能，並向股東匯報結果。檢討應針對各項控制，而不限於財務控制，並包括經營控制及符合規定控制及公司識別及管理風險的系統。

與此有關的是內部審計職能。如果公司仍未設立該職能，應不時考慮是否需要設立。

¹⁰ 「持續經營」的概念是假設業務在下一個財政年度有能力繼續履行其財務及法律責任。

D.3 – 審計委員會及核數師

這部分的《守則》針對審計委員會及外聘核數師的角色，我們將在《簡報三》探討。

第二部份第二條處理機構投資者角色的問題，所提出的建議大致與上述 C 相同，不過是從投資者，而不是公司的角度出發。三項建議包括：機構投資者使用選票前要考慮周詳；隨時與公司進行對話；評估公司披露的管治資料時要兼顧全部相關因素。

5.3.3.2 內部控制

根據上述的《綜合守則》原則 D.2，董事有責任確保公司維持有效的內部控制系統，以保障公司資產，最終裨益股東的投資。英格蘭及威爾斯特許會計師公會 (ICAEW) 爲了協助董事履行這方面的責任，在 1999 年 9 月發表了《Turnbull 報告》，就如何推行《綜合守則》所列舉的建議，向英國註冊的上市公司董事提供指引。《Turnbull 報告》(1999) 指出董事要負的四項責任，並提供指引，其中包括：維持健全的內部控制系統；檢討內部控制的效能；董事會匯報內部控制；及有關內部審計的事宜。《簡報三》將更詳細解釋這些責任及《Turnbull 報告》的建議，因爲這與董事會屬下三個委員會的關係更密切。

5.3.4 會計慣例

5.3.4.1 會計專業的規管

英國各個專業會計團體中¹¹，英格蘭及威爾斯特許會計師公會 (Institute of Chartered Accountants in England and Wales) 的規模最大，會員人數超過 120,000。這些專業會計團體均是自行規管的專業組織，為專業會計師提供教育及培訓，並維持其會員的專業操守水平。英格蘭及威爾斯特許會計師公會根據《英皇制誥》成立，必須在符合公眾利益的原則下運作。該公會亦向其會員簽發特許證使用普通特許會計師或資深特許會計師的稱銜。

英國的專業會計團體與加拿大及香港等司法管轄區的情況不同，並不負責制定會計及審計準則，以及不用監管財務匯報（包括資料披露）。

5.3.4.2 會計準則及資料披露

在英國，財務匯報局 (Financial Reporting Council) 及其附屬機構，會計準則委員會 (Accounting Standards Board) 及財務匯報審核小組 (Financial Reporting Review Panel) 負責推動及確保優良的財務匯報。財務匯報局為會計準則委員會及財務匯報審核小組這兩個營運組織提供全面的指引。會計準則委員會擁有本身的權限制度、修訂及撤銷會計準則，並採用會計準則議會 (Accounting Standards Committee) (以往制定會計準則的組織) 設定的所有《會計實務準則》。《會計實務準則》漸被《財務匯報準則》取代，但有些《會計實務準則》仍然有效。會計準則議會亦與國際間的會計準則制定機構及國際會計準則

¹¹ 這包括：英格蘭和威爾士特許會計師公會、愛爾蘭特許會計師公會及蘇格蘭特許會計師公會。

委員會合作，確保本身的準則充分兼顧國際間的發展。英國大部分的會計準則與《國際會計準則》相類似，而如果公司找不到適用的會計準則，一般會遵照《國際會計準則》的原則。

成立財務匯報審核小組是爲了檢察公司有沒有偏離 1985 年《公司法令》的會計規定及會計準則。實際上，財務匯報審核小組可要求董事交代爲何偏離會計規定。如果小組不滿意董事的解釋，可勸說董事採用更合適的會計處理方法或容許董事修訂下一年度財務報表的比較數字。小組甚至可以行使其權力，通過法院法令，要求對原來的財務報表進行有需要的修訂。雖然會計準則議會及財務匯報審核小組是財務匯報局的附屬機構，但在履行各自的角色時是互相獨立的。審計工作委員會 (Auditing Practices Board) 制定及頒布核數師必須遵守的原則及程序。

每家根據《公司法令》註冊的公司必須制定資產負債表及損益表，真實而公平地反映每一個財政年度的業績。如果公司是母公司，應該同時制定合併財務報表（《公司法令》列出可豁免這規定的一些情況）。

英國的各項會計準則適用於報告實體的財務報表，目標是真實而公平地反映其結帳日的業務情況及整段時間的損益。會計準則委員會的緊急事務工作小組 (Urgent Issues Task Force) 制定了摘要，對現存會計準則或《公司法令》的事宜於詮釋時出現或可能出現的不完備或分歧情況提出指引。《緊急事務工作小組

報告摘要》不屬於會計準則，但適用於報告實體的財務報表，並作為真實及公平反映情況的部分基礎。

5.3.5 執行

工商處負責執行《公司法令》及管理無力償債公司，並具有調查的權力（包括根據《公司法令》進行檢控。財經事務局 (Financial Services Authority) 負責執行本身頒布的規則及《財經服務及市場法令》。財經事務局有以下的法定權力：

- 撤銷公司營運的授權；
- 通過公開聲明及罰款規管公司；
- 針對市場弊端施加罰則；
- 向公司頒發禁制令；
- 檢控違法行為；及
- 強迫公司向顧客退款。

財經事務局之下設立了規管決定委員會 (Regulatory Decisions Committee)，負責基本的規管決定，其中包括：

- 拒絕授權的申請；
- 撤銷進行受規管活動的批准；
- 紀律個案；及
- 可徹底影響公司獲准處理事宜的決定。

倫敦證券交易所作為認可投資證券交易所，要執行本身的規則及規例，並向財經事務局負責。倫敦證券交易所監察上市公司有否遵守其規則，並可就財經事務局提出檢控的個案進行初步調查。該交易所可執行紀律行動，包括：向違反倫敦證券交易所規則的上市公司徵收無上限之罰款。

5.4 美國

5.4.1 法律架構

美國的法律制度基本上以英國普通法為基礎，每個州的法例亦是根據普通法制定。唯一例外是沿用法國民事守則的路易斯安那州。美國法例源自美國憲法、州憲法、聯邦及州法規、條例、行政機關規則及規例、行政命令及聯邦和州法院的司法判決 (Cheeseman, 2000)。普通法委予公司董事忠誠及謹慎的受信責任，要求他們撇開自己的利益，以公司的最佳利益為大前提，因為他們的行動可能會令其他人蒙受損失。

企業法律一般是由個別州政府，而不是聯邦政府制定的。每個州的有關法律不同，公司有機會在某個州註冊以獲取某些對公司或股東有利的權利。規模較小的公司大都喜歡在本身經營的司法管轄區內註冊。

5.4.2 《模範商業公司法令》 (Model Business Corporation Act)

5.4.2.1 背景

美國大律師公會商業法部的公司法委員會為了整理各州的公司法，特別制定了一條統一的商業公司法例，稱為《模範商業公司法令》。這項法令曾經多次修改，在 1984 年發表完全修訂妥當的版本。委員會不斷修訂這項法令，以適應千變萬化的商業環境。「24 個州¹²完全採用或採用大部分《模範商業公司法令》

¹² 這包括：阿拉馬州、亞利桑那州、阿肯色州、康乃狄格州、佛羅里達州、喬治亞州、愛達荷州、印第安納州、愛阿華州、肯塔基州、密西西比州、蒙坦拿州、內布拉斯加州、新罕布什爾州、北卡羅來納州、俄勒岡州、南卡羅來納州、田納西州、猶他州、佛蒙特州、維珍尼亞州、華盛頓州、威斯康辛州及懷俄明州。

的規定作為公司的一般法規，另外七個司法管轄區¹³有些規程源自該法令 1969 年的版本」 (Committee on Corporate Laws of the Section of Business Law 1999 p.xix)。故此，我們將在以下討論《模範商業公司法令》其中一些條文。

德拉瓦州及一些重要商業州份，例如：紐約及加州並沒有奉行《模範商業公司法令》。不過，德拉瓦州的企業法例對公司較為有利，控股公司及跨州公司一直以來都喜歡在該司法管轄區註冊。事實上，40%在紐約證券交易所上市的公司及美國 500 家規模最大的工業公司中，超過一半是在德拉瓦州註冊的。由於大多數公開上市公司均在該地註冊，我們將探討《德拉瓦州一般公司法》(Delaware General Corporation Law) 的一些特點。

5.4.2.2 董事會的角色

傳統來說，董事會的基本職責是管理公司的生意及事務。但由於商業環境轉變，加上許多股份公眾持有公司出現，董事單靠自己的力量管理公司變得十分困難。故此，德拉瓦州立法訂明這職責：「每家公司的生意及事務應由董事會負責，或在其指引下進行。」（《德拉瓦州一般公司法》《守則》141(a)）。

《模範商業公司法令》亦對董事會的職責有類似規定，但特別指出管理公司的生意及事務是在董事會指引下進行的。換句話說，董事會可將一些責任授權予屬下的委員會（即執行委員會）及公司的管理層處理。但根據《模範商業公司法令》，一些重要決策（例如：宣告股息，填補董事會的空缺，採用及修訂附

¹³ 這包括：阿拉斯加、哥倫比亞地區、夏威夷、緬因州、新墨西哥、羅得島及南達科他。

例，通過發行及回購公司股份) 仍然需要整體董事會通過 (Mallor *et al.*, 1998, p.861)。

5.4.2.3 董事會的規模及成員任期

《模範商業公司法令》(第 8.03(a)條) 及《德拉瓦州一般公司法》(《守則》 141(b)) 同樣容許董事會由最少一個成員組成。董事的數目應在附例或註冊的章程細則中列明。董事通常是由股東在股東周年大會上選出來的，任期只為一年。《模範商業公司法令》(第 8.06 條) 及《德拉瓦州一般公司法》(《守則》 141(d)) 允許董事有不定的任期¹⁴。董事的最長任期為三年。不定任期的目的是讓管理層有持續性，令公司的生意及事務更加穩定。德拉瓦州有類似的規程，但沒有訂明最少有多少位董事可有不定任期。

5.4.2.4 個別董事會成員的職責及法律責任

董事對公司要負起謹慎處事及忠誠的受信責任。「忠誠的職責要求 董事作出的決策要撇開個人利益，以公司最佳利益為重」 (Varallo and Dreisbach, 1996, p.30)。《模範商業公司法令》(第 8.30 節) 除了提及普通法規定董事處事要謹慎的職責外，更明確列出董事履行職責時必須達到的謹慎程度：

- 處事 (1) 本於真誠；和 (2) 採用的方法是董事合理地認為符合公司的最佳利益；
- 謹慎程度是其他人仕在相同位置下會合理地認為在類似情況下是合適的。

¹⁴ 根據《模範商業公司法令》，如果公司的董事會有九個或以上成員，便可將董事分為二或三個級別。第一級董事的任期將在下一次年會完結，第二級將在往後一年期滿，如此類推。

5.4.3 《商業判定規則》 (The Business Judgment Rule)

法庭爲了避免過度審查董事的決定，其中一個方法是利用《商業判定規則》。原則上來說，董事不需要爲商業決定負上個人的法律責任。只要董事處事本於真誠，根據充分資訊作出決定，真心相信決定是爲公司最佳利益，法庭將接受董事的決定，而不會「另作臆測」。但即使董事的侵權行爲或罪行是替公司所犯或爲了公司利益，他/她仍要爲此負上法律責任。

5.4.3.1 董事會議

《模範商業公司法令》及《德拉瓦州一般公司法》允許董事會在沒有召開會議的情況下採取行動，條件是所有董事須以書面表示同意該行動。

5.4.4 證券管理委員會 (證管會)

美國企業管治採取非明文規定取向¹⁵，著重高度的資料披露，而不是制定許多規則及法例來控制行爲。因此，投資者並非依賴複雜（通常高成本）的法例及規則，而是利用公司披露的資料，更有效地評估公司，來保障本身的利益。美國監察股份公開交易公司由聯邦機關證券管理委員會（證管會）負責。證管會負責監管證券交易的主要參與者，包括證券交易所、經紀及投資顧問，重點工作是推動披露重要資料，執行證券法例及保障投資者。證管會的主要權力源於聯邦法例所賦予的執行權限。證管會執行法例時採用民事法，但如果遇到嚴重的不當行爲，便會與刑事法執行機關合作提出刑事訴訟。

¹⁵ 第 2.6 節解釋企業管治的不同取向。

1933 年的《證券法令》 (Securities Act) 及 1934 年的《證券交易法令》 (Securities Exchange Act) 這兩條法例為跨州買賣證券的聯邦法例提供基本架構。1933 年《法令》及 1934 年《法令》分為多個部分，組成有關法例。1934 年的《法令》成立了證管會。這些法令授予證管會權力執行聯邦證券法例及透過頒布規則及規例履行法律條文。

1933 年的《法令》規定公開招股的證券要預先登記才可出售。《法令》針對發行公司分配證券的原本安排，並確保投資者獲得公開招股的股票的財務及其他資料。該法令亦明確禁止有關買賣的失實陳述及其他欺詐行為。1934 年《法令》主要針對購買及轉售已在市場交易的證券，目標是預防欺詐行為及市場操縱，並處理發行人根據 1933 年《法令》註冊的股票的連續披露資料問題。這些公司的股票在全國或跨州的證券交易所交易，有超過 500 名股東，總資產達 500 萬美元或以上。1934 年《法令》第 13 條規定進行匯報的公司提交以下的定期報告：

- 《表格 10-K》的年度報告，包括經審計的財務報表、公司業績的詳細分析（管理部門討論和分析）、公司業務的性質、證券現況、所有董事及行政人員名單及其補償（包括薪酬及股票期權）；
- 《表格 10-Q》的季度報告，包括撮述及未經審計的簡明財務報表，財政狀況及經營業績的管理討論和分析；
- 如果公司有重大事情發生，例如控制權更改，必須提交《表格 8-K》的每月報告。

根據 1934 年《法令》，進行匯報的公司只需要將年報發予股東，其他報告提交證管會即可。

證管會發展了《規例 S-X》及《規例 S-K》作為指引，協助填寫 1933 年及 1934 年《法令》所規定的表格。《規例 S-X》列出提交申請上市註冊報表及定期報告時，財務報表應有的形式及內容。《規例 S-K》根據 1933 年或 1934 年法令列出要提交的非財務資料（詳細的資料披露規定載於附錄 5）。

5.4.5 規管架構 - 證券交易所

5.4.5.1 背景

美國證管會將當地的證券交易所列為「自行規管機構」，負責制定規例及政策規管其成員/參與者，並訂定可確保市場誠信及投資者獲保障的規則。證券交易所訂定的規則要先公佈諮詢意見，並經修訂後經證管會通過。

大部分股份公開的上市公司是在紐約證券交易所及美國全國證券交易商自動報價協會 / 或稱納斯達克 (National Association of Securities Dealers Automated Quotations -NASDAQ) 進行買賣的。故此，我們的研究將集中這兩家最大的證券交易所。美國的企業管治環境最著重資料披露，這可從紐約證券交易所及納斯達克頒布的規則反映出來。兩個機構除了要求設立審計委員會外，對公司的結構及管治只有很少規定。

5.4.5.2 企業管治

紐約證券交易所《上市公司指南》(Listed Company Manual) 第 303 條詳細列舉企業管治標準。《指南》強調審計委員會的政策、規定、組合及獨立性（在《簡報三》探討）。納斯達克《市場規則》(Marketplace Rule) 4350 列出以下事項的企業管治要求：

- 分發年度及中期報告；
- 獨立董事；
- 股東會議；
- 法定人數要求；
- 游說代表；
- 利益衝突；
- 股東的批准；
- 股東表決權；
- 核數師的同業檢討。

以下將探討與本簡報相關的規定（其他規定載於附錄 5）。

5.4.5.3 董事會

紐約證券交易所及納斯達克的《上市規則》同樣要求每家上市公司設立最少由三位董事組成的審計委員會，而他們須全為獨立人仕。換句話說，每家上市公司的董事會為符合對審計委員會的規定，必須最少有三位獨立董事。此外並沒有對董事會的組合諸如行政總裁或主席的角色，或董事任命作出其他規定。

5.4.5.4. 利益衝突

兩家證券交易所均認為檢討及監管關聯方交易的工作最好由上市公司自行決定。由於審計委員會的性質獨立，公司應在適當時候持續地善用這委員會檢討可能發生的利益衝突情況（納斯達克《市場規則》4350 (h) 及紐約證券交易所《上市規則》規則 307)。

5.4.5.5 外聘審計

兩家證券交易所規定上市公司年度報告內的所有財務報表要經由獨立的執業會計師審核。在紐約證券交易所上市的公司必須在股東周年大會召開前 15 日，發

表及向股東派發載有公司及其附屬公司財務報表的年報；在納斯達克上市的公司則必須在公司股東周年大會前的合理時間內將年報派發予股東。

5.4.6 會計慣例

5.4.6.1 會計專業的規管

美國最有影響力的會計團體是美國執業會計師公會 (American Institute of Certified Public Accountants)¹⁶。該公會是全國的執業會計師專業機構，為當地的會計師簽發證書及發牌，並負責批准使用執業會計師的稱銜。其使命是為會員提供資源、資訊及領導，協助他們以最高的專業水平提供有價值的服務，裨益公眾人仕、其僱主及客戶。美國執業會計師公會為了履行使命，與各州的執業會計師團體合作，優先處理公眾人仕最依賴執業會計師的範疇。該公會亦擔任執業會計師的全國代表，出席政府、規管團體及其他組織的聆訊，以保障及促進其會員的利益。公會備有本身的附例 (1997 年 10 月 28 日修訂的《美國執業會計師公會附例》)，內容包括所有有關會員認許及會籍保留的規則及條件，公會的結構，終止會籍及紀律制裁。

美國執業會計師公會更推行同業檢討計劃 (Peer Review Program)，力求維持高度的專業水平。計劃的目標是協助公會會員在執業時提供更高質素的會計、審計及核簽服務。同業檢討委員會 (Peer Review Board) 負責經辦、擴展及管理該計劃的活動 (包括制訂同業檢討標準及指引)，並同時謹記其專業契諾是要以誠信及客觀地顧全公眾利益。美國執業會計師公會致力與各州的執業會計師協會

¹⁶ 公會的前身可追溯至 1887 年成立的美國執業會計師協會 (American Association of Public Accountants)。公會經一連串重組後，最後在 1936 年形成現時的架構。

合作，推行一個全球的卓越計劃，監管超過 30,000 家在美國執業會計師公會登記的公司的服務質素。

公眾監管委員會 (Public Oversight Board) 是一個獨立的私營機構，負責監察美國的會計專業。委員會在 1977 年成立，負責監察美國執業會計師公會制定的《證管會執業部分》 (SEC Practice Section)。2001 年 2 月，美國頒布公眾監管委員會的一項章程，將委員會的監察功能擴展至審計準則委員會及獨立性的準則委員會 (Independence Standards Board)。公眾監管委員會有權設定自己的預算、組合及政策，確保其獨立性。

5.4.6.2 會計準則及資料披露

每個州有關會計的法例都不相同，而且差異一般都相當大。1934 年的《證券交易法令》其中一項規定是所記錄的帳目要準確及公平地反映上市公司的交易。

美國成立財務會計準則委員會 (Financial Accounting Standards Board) 制定財務會計準則。委員會為財務匯報發展廣泛的會計概念及會計準則，並為推行準則提供指引¹⁷，方法是根據財務匯報的趨勢制定本身的警告（稱為行動警告）。財務會計準則委員會為了發展可接受的會計準則，徵詢公眾人士、有利益關係的團體及其他專業團體，例如新議題工作小組 (Emerging Issues Task Force)、美國執業會計師公會的會計準則執行委員會 (Accounting Standards Executive Committee) 及審計準則委員會、國際會計準則委員會、及隸屬這些組織的有關

¹⁷財務會計準則委員會在 1973 年成立之前，財務會計及申報準則由美國執業會計師公會 (1936-1959) 的會計程序委員會 (Committee on Accounting Procedure) 制定，其後工作交由亦隸屬美國執業會計師公會 (1959-1973) 的會計原則委員會 (Accounting Principles Board) 負責。

委員會，包括投資管理及研究協會 (Association for Investment Management and Research)、國際財政行政人員 (Financial Executives International) 及特許管理會計師公會 (Institute of Management Accountants)。

財務會計準則委員會的架構是獨立於所有其他商業及專業團體的。財務會計準則顧問局 (Financial Accounting Standards Advisory Council) 有責任就技術事宜與財務會計準則委員會商討。財務會計基金會 (Financial Accounting Foundation) 負責甄選財務會計準則委員會及其顧問局的成員，決定撥款予財務會計準則委員會的數額及進行一般的監察工作。財務會計準則委員會有絕對權力決定所有技術事宜。該委員會的新議題工作小組肩負的角色是要適時地找出、討論及解決會計問題。

以下將概述美國制定會計準則的規管架構：

1. 財務會計準則委員會的《財務會計準則》 (Statements of Financial Accounting Standards)、財務會計準則委員會的《詮釋附注》 (Interpretations)、美國執業會計師公會《會計原則委員會意見》 (Accounting Principles Board Opinions)、以及美國執業會計師公會的《會計研究公告》 (Accounting Research Bulletins)；
2. 財務會計準則委員會技術公告、美國執業會計師公會行業審計及會計指引、以及美國執業會計師公會的《現時處境報告》 (Statements of Position)；
3. 美國執業會計師公會的《實務公告》 (Practice Bulletins)；
4. 美國執業會計師公會的《會計詮釋附註》 (Accounting Interpretations)、財務會計準則委員會的《執行指引》 (Implementation Guides)；
5. 其他有關會計的文獻，包括會計原則委員會報告、美國執業會計師公會議題文件、財務會計準則委員會發表的概念聲明、《國際會計準則》、其他專業協會或規管機構的公告，以及教科書及學術文章。

這個列表可能有遺漏，但有助指出影響股份公開交易公司的《公認會計原則》的主要來源。有一點值得注意的是，《國際會計準則》在列表上的排位不高。

財務會計準則委員會表示將繼續積極參與國際會計準則委員會的工作，並在制定本身的準則時考慮《國際會計準則》（及外國其他準則）。雖然國際會計準則委員會現時被視為協調各國際準則的中樞，財務會計準則委員會仍會研究是否有其他方法增加財務報表與其他司法管轄區的可比性。

5.4.7 執行

美國的公司法由各州分別制定及管理，具體的條文並不相同，而且執行情況亦相異，由各自負責。普通法委予公司董事受信責任，要求他們撇開自己的利益，以公司的最佳利益為大前提，因為他們的行動可能會令其他人蒙受損失。

美國監察股份公開交易公司由聯邦機關證管會負責。1933 年的《證券法令》及 1934 年的《證券交易法令》這兩條法例為跨州買賣證券的聯邦法例提供基本架構。1933 年《法令》及 1934 年《法令》分為多個部分，組成有關法例。1934 年的《法令》成立了證管會。這些法令授予證管會權力執行聯邦證券法例及透過頒布規則及規例履行法律條文。證管會負責監管證券交易的主要參與者，包括證券交易所、經紀及投資顧問。其主要功能是推動披露重要資料，執行證券法例及保障投資者。證管會的主要執行權力源於聯邦法規所賦予的執行權限。證管會執行法規時採用民事法，但如果遇到嚴重的不當行為（例如盜用公款、盜竊），便會與刑事法執行機關合作提出刑事訴訟。

如前所述，美國的證券交易所是自行規管的，所以要負責執行本身制定的規則及政策。

5.5 澳洲

5.5.1 法律及規管架構

澳洲是其中一個實行普通法的國家。公司根據 1989 年的《公司法》(Corporations Law) 及普通法註冊及經營。澳洲公司的企業管治受普通法、公司法及《澳洲證券事務監察委員會法》(Australian Securities Commission Law) 的法律管限。《公司法》第 221 條要求公眾公司最少委任三位董事，而他們不可以是破產人或曾被判定犯了某些罪行 (229 條)。公司法第 231 及 232 條規定董事有責任避免任何利益衝突，及在所有時間誠實行使權力。董事亦要承受可能的法律懲罰，及要面對其後的有關行動 (246、461 及 1324 條)。除了上述《公司法》各條款外，董事的職責及法律責任亦列在普通法內。董事要負起的兩個主要責任分別是：以公司的利益行事，以及處事要謹慎及運用技能。

5.5.2 澳洲證券交易所

澳洲受機構投資者及全球一體化影響，企業管治水平相當高。當地現時推動企業管治的最主要機構是澳洲證券交易所。他們為其上市公司制定披露企業管治措施的要求。澳洲證券交易所擬定企業管治規則時採用非明文規定取向¹⁸，並沒有要求上市公司遵守甚麼具體常規。他們認為不同公司可能需要不同企業管

¹⁸ 第 2.6 節解釋企業管治的不同取向。

治方案。企業管治並沒有「放諸四海皆準」的準則。澳洲證券交易所提議公司推行企業管治措施時可參考最佳應用的各種指引。根據該交易所的《上市規則》，上市公司必須陳述申報期內實行的主要企業管治措施，讓投資者自行對公司的企業管治進行評估及下結論。澳洲證券交易所列舉了一些有關最佳應用的一般指引，分別是澳洲公司董事學會 (Australian Institute of Company Directors (1995)) 發表的《操守準則》 (“Code of Conduct”) 及澳洲投資經理協會 (Australian Investment Manager’s Association (1997)) 發表的《企業管治：為管理人員及公司提供的指引及建議的企業措施》 (“Corporate Governance: A Guide for Investment Managers and Corporations and A Statement of Recommended Corporate Practice”)。

此外，由澳洲公司董事學會、澳洲執業會計師公會 (Australian Society of Certified Practising Accountants)、澳洲商業協會 (Business Council of Australia)、澳洲法律理事會 (Law Council of Australia)、澳洲特許會計師公會 (Institute of Chartered Accountants in Australia) 及澳洲證券學會 (Securities Institute of Australia) 成立的工作小組，在 Henry Bosch 領導下發表了《Bosch 報告》，或稱為《企業實務及操守》 (“Corporate Practices and Conduct”)。報告提出一些有關企業管治措施的建議，諸如提出區分主席及行政總裁的角色；只有非執行董事及獨立非執行董事出席的特別會議，設立企業管治委員會等。

澳洲證券交易所列舉了所有有關企業管治的事宜供公司參考，但原意不是作為最佳慣例的指引。2001 年 9 月，交易所頒布《上市規則》4.10 條，要求上市公

司詳細陳述採取的企業管治措施，並發布了《上市規則》指引附註 9《披露企業管治措施》 (Disclosure of Corporate Governance Practices)，列出所有要申報的「企業事宜」，以協助公司擬定聲明。要申報的事宜包括：交代董事的職位（他們是執行董事抑或是非執行董事）、是否遵守適當程序委任董事及給予補償、是否有正確的道德標準及有沒有遵守、是否有適當地運作的董事會附屬委員會等。

5.5.2.1 企業法經濟改革計劃 (Corporate Law Economic Reform Program)

澳洲政府在 1997 年推行企業法經濟改革計劃（其後成為了 1999 年的《企業法經濟改革計劃法令》 (Corporate Law Economic Reform Program Act)，目標是透過改善澳洲的商業及公司規例，促進商業、經濟發展及就業。該計劃亦有探討企業管治事宜。其建議是「雖然（澳洲）政府應致力鼓勵公眾公司採用合適的管治架構，但要避免妨礙靈活性及創意的不必要規定……發展澳洲的企業管治措施最好是因應有競爭性的經濟、商業及國際壓力，而不是根據政府強制施行的條文」 (CLERP, 1997)。故此，1997 年發表的《建議文件》第三號強調，雖然「澳洲公司建立及執行有效的企業管治措施是當地爭取國際競爭力及經濟增長所不可缺少的」 (CLERP, 1997)，但：

「企業管治措施應盡可能持續由澳洲證券交易所監管，行內及專業機構則提倡最佳實務，投資者及政府維持投資者對澳洲資本市場的信心。除非現時的規定或這些規管機制失效，否則政府不會頒布額外的強制性法規。」 (CLERP, 1997)

因此，我們可以合理地預期，就算澳洲最近實施了一些改革，當地公司的企業管治主要仍是受規管機構（如澳洲證券交易所），而不是法律部門監管。

5.5.3 會計慣例

5.5.3.1 會計專業的規管

澳洲有三個主要的會計專業團體，分別為澳洲特許會計師公會¹⁹，澳洲執業會計師公會²⁰及全國會計師公會 (National Institute of Accountants)。澳洲特許會計師公會及澳洲執業會計師公會負責頒發牌照予專業會計師。

全國會計師公會²¹乃一自我監管機構約有 14,000 位會員，服務於工商界、政府及學術界，有些則私人執業。一些商業、政府及公眾團體均向該公會諮詢影響會計專業的事宜，包括參與聯邦政府委員會的代表。

5.5.3.2 會計準則及資料披露

澳洲對會計準則及資料披露的要求源於《公司法》、澳洲會計準則委員會 (Australian Accounting Standards Board)發表的《澳洲會計準則》(Australian Accounting Standards)、澳洲證券交易所的《上市規則》、以及澳洲證券及投資監察委員會 (Australian Securities and Investments Commission) 等的規定。

《公司法》規定所有公司根據澳洲會計準則委員會的標準制定年度及半年度的財務報表。

¹⁹ 公會根據《英皇制誥》在 1928 年成立，現時根據 2000 年 8 月 23 日澳洲總督代表英女皇頒布的《英皇制誥增補》運作。

²⁰ 公會前身的名稱是澳洲會計師協會 (Australian Society of Accountants)，是全國最大的專業團體，在澳洲及海外共有 90,000 位會員。

²¹ 這是澳洲其中一個最早期的專業代表團體，前身是 1923 年成立的工廠及成本會計師公會 (Institute of Factory and Cost Accountants)。

1999 年的《企業法經濟改革計劃法令》為政府改革計劃中制定新準則工作的環節提供基礎，而新的安排在 2000 年 1 月 1 日生效。當中在《公司法》加入商業判決規則及衍生行動；澄清董事在《公司法》的義務及法律責任；以及澳洲證券交易所要為當地的公司制定及維持有效的企業管治慣例。

制定會計準則的制度安排牽涉當地的財務匯報局 (Financial Reporting Council)。該局要負責監管為公私營機構制定準則的澳洲會計準則委員會²²。

財務匯報局是根據《1989 年澳洲證券及投資監察委員會法令》²³ (Australian Securities and Investments Commission Act) 成立的法定團體。財務匯報局負責的工作包括監察澳洲會計準則委員會的運作、監察適用於主要國際金融中心的國際會計準則發展、並推動澳洲在制定會計準則過程中採用國際會計準則的最佳慣例。

《法令》明文限制了財務匯報局參與澳洲會計準則委員會的技術商議工作。條文指出財務匯報局沒有權力指令委員會發展或制定任何準則，亦不可否決委員會制訂或建議的準則。這條文的目的是確保準則制定機構的獨立性。

澳洲會計準則委員會訂定的標準適用於「報告實體」，包括上市公司、借款公司、不存在中介澳洲控股公司的海外上市公司之附屬公司。公司亦要提交《董

²² 委員會取代了澳洲會計研究基金會 (Australian Accounting Research Foundation)。

²³ 現重新制定為《2001 澳洲證券及投資監察委員會法令》。

事報告》。董事要真實而公平地指出他們認為公司有沒有遵守《澳洲會計準則》。如果沒有遵守，他們須在財務報表的註釋提供充分資料及解釋。

澳洲會計準則委員會在 1996 年發表了《國際調和政策》《政策書》(Policy Statement 6, “International Harmonisation Policy”)。該政策指出，他們計劃與國際會計準則委員會及其他制訂標準的機構聯手，依循一個協調計劃，務求澳洲的會計準則可與國際統一。制訂一套國際認可的會計準則是長遠的目標，「中期的目標是要確保遵守澳洲會計準則等同符合《國際會計準則》的要求」（《政策書》6，第 2.2 段）。現時，遵守《國際會計準則》的規定不一定表示符合《澳洲會計準則》。

5.5.4 執行

澳洲證券及投資監察委員會負責執行有關公開上市公司證券的法例（基本上是《2001 年公司法令》及《2001 年澳洲證券事務監察委員會法令》）。委員會根據客戶/市場參與者的投訴，澳洲證券交易所的轉介（見下）或本身進行的調查，調查違反這兩條法令的情況。委員會可採取民事或行政上的行動，或尋求強制性保證²⁴。如果個案發展至牽涉民事、行政或刑事行動，有關的法令及守則列出了各項罰則。

澳洲證券交易所負責監管買賣活動及市場參與者，並調查及執行《公司法令》下的澳洲證券交易所規則。交易所的監察及執行部門主要處理違反交易所規則

²⁴ 強制性保證表示法院強制要求個人或公司作出保證，及可能包括繳納罰款或終止進行禁止活動的協議。

的情況，而當情況需作出進一步調查時，則與澳洲證券及投資監察委員會緊密合作，如果交易所發現有違反《公司法令》的情況，便會向監察委員會提供詳情，讓該委員會採取進一步行動。委員會有權執行一系列的紀律行動，包括：

- 警告信；
- 要求解釋；
- (嚴重違反買賣規則及條例時) 撤銷買賣權；
- 罰款；及
- (嚴重個案) 由澳洲證券及投資監察委員會提出檢控。

澳洲的董事受《公司法令》管限，負有處事忠誠及謹慎的普通法受信責任，根據普通法及法則，有可能被判處刑罰。

5.6 馬來西亞

5.6.1 法律及規管架構

馬來西亞奉行普通法。當地註冊的公司受《1965 年公司法令》(Companies Act) 及《1966 年公司規例》(Companies Regulations) 規管。該地的《公司法令》參照英國的《1948 年公司法令》及澳洲的《1961 年統一公司法令》(Uniform Companies Act) (Arjunan and Low, 1995)。其他規管上市公司的條例包括《1933 年證券事務監察委員會法令》(Securities Commission Act)及《1983 年證券業法令》(Securities Industry Act)。

證券法例訂明成立的監管機構包括證券事務監察委員會及吉隆坡證券交易所。

證券事務監察委員會在 1993 年成立，主要功能就證券及期貨業各項事宜向財

政部長提供意見。該委員會亦監管所有交易所、結算所及託管人的活動，並遏止有關證券交易、期貨買賣等的非法及不正當行為。

1976 年成立的吉隆坡證券交易所是自行監管機構，針對其成員進行證券買賣的操守推動及執行法例。他們負責維持一個有效率的市場，並監察及執行《上市規定》²⁵。他們另一項職責是確保公開上市公司遵守資料披露的有關要求及具備適當的企業操守。

馬來西亞的《上市規定》提供規管基礎，管限在吉隆坡證券交易所上市的公司，情況跟許多其他司法管轄區一樣。1997 年後期亞洲金融風暴發生後，政策制定者及私營機構提出多項革新行動，其中最主要的是財務委員會的企業管治報告 (Finance Committee Report on Corporate Governance) 所載的《馬來西亞企業管治守則》 (Malaysian Code on Corporate Governance) (簡稱《守則》)。這《守則》由吉隆坡證券交易所的《上市規定》支持，並獲其採用。所有在該交易所上市的公司必須在年報內陳述如何應用原則及遵守最佳應用方法。上市公司必須符合《守則》規定，否則吉隆坡證券交易所將採取行動。馬來西亞對企業管治的取向屬明文規定取向²⁶ (Gul, 2002)。

5.6.2 吉隆坡證券交易所

所有申請在吉隆坡證券交易所公開上市的公司必須遵守該交易所的《上市規定》。第三章〈接納〉 E 部份「其他要求」規定申請的公司必須有獨立董事及

²⁵ 在馬來西亞，吉隆坡證券交易所同時負責《主板上市規定》及《次板上市規定》，統稱為《上市規定》。

²⁶ 第 2.6 節解釋企業管治的不同取向。

審計委員會。這部份指出，所有申請公司必須最少有兩位董事或董事會成員三分之一（視乎兩者何方人數較多）須為獨立人仕。獨立董事的定義是他們獨立於管理層，亦沒有任何商業或其他關係，可能影響他們進行獨立判斷及行事符合公司最佳利益的能力。我們在《簡報三》4.11.4 部分討論對審計委員會的規定。

第八章〈上市後的持續責任〉規定上市公司必須根據吉隆坡證券交易所不時修訂的要求，向其提交半年度申報書。上市公司必須向交易所提供有關財務狀況、經營水平、最低股份差價等資料，以確保其股票能持續進行交易。

第九章〈持續的資料披露〉要求公司向公眾披露影響投資的全部重要資料，並採取合理措施，確保所有投資其證券的投資者獲同等的資料。這一章亦詳列內幕交易、披露重要資料，以及季度及年度報告等具體政策。

第十五章〈企業管治〉針對的問題主要包括董事、審計委員會、外聘核數師及所有上市公司必須遵守的企業管治資料披露規定。這些規定與上述第三章〈接納〉的要求相類似。但《上市規定》第 15.09 條規定每位董事，包括上市公司的獨立董事，要確保本身要接受持續培訓，以便有效履行董事職責。我們在《簡報三》4.11.4 部分討論馬來西亞審計委員會的角色及功能。

《上市規定》第十五章亦賦予外聘核數師權力，通過審計委員會主席要求召開會議，研究他們認為董事或股東需要注意的事宜。最後，所有上市公司必須陳

述它們如何因應本身情況應用《守則》所訂的原則，並匯報如何符合《企業管治守則的最佳應用》(Best Practices in Corporate Governance of the Code)，明確指出沒有符合規定的地方及交代原因。

5.6.3 《馬來西亞企業管治守則》(簡稱《守則》)

5.6.3.1 《2000年守則》的原則

以下概述《守則》第一部分 – 《守則的原則》的主要範疇。

董事會

所有上市公司應由一個有效的董事會主導，而該董事會應平衡不同身份的董事(包括獨立非執行董事)的數目，確保個別或某一組人仕無法支配董事會的決策。董事會應獲得適時及有質素的資訊，以協助其履行職責。委任新董事進入董事會必須有正式及具透明度的程序；而公司必須在一段時間及最少每三年重選董事一次。董事希望連任，必須在一段時間及最少每三年提出再獲提名的意願。有關提名委員會的建議載於《簡報三》第 6.8.1 部分。

董事薪酬

我們在《簡報三》第 5.8.1 部分探討有關董事薪酬及薪酬委員會的建議。

與股東的溝通

公司應與機構投資者有公開對話，雙方都要準備好根據對目標的共同瞭解進行溝通。公司應利用股東周年大會與私人投資者溝通，並鼓勵他們參與。

問責性及審計

董事會應就公司現處的位置及前景提出平衡及容易理解的評估。董事會亦應建立健全的內部控制系統，以保障股東的投資及公司資產。此外，董事會要有正式及具透明度的安排，與公司核數師保持適當的關係。

5.6.3.2 企業管治的最佳應用

以下概述《守則》第二部分 – 《守則的最佳應用》的主要範疇。

風險管理及內部控制

董事會要明確肩負的責任包括檢討及制定公司的策略計劃、監察公司業務的操守、識別主要的風險及推行管理這些風險的系統、繼任計劃、發展及推行投資者關係計劃、以及檢討公司的內部控制系統是否足夠及具有誠信效果。

行政總裁的控制及董事培訓

公司領導層應清楚界定各自的責任，這樣可確保權力及權威的平衡。如果公司決定合併主席及行政總裁的角色，必須公開交代原因，而且其董事會最少三分之一成員須獨立非執行董事。非執行董事應具備才幹，以及是可信任的。他們有所需的技能及經驗對董事會事宜進行獨立判斷。關於這一點，《守則》建議董事，包括獨立非執行董事，應接受培訓，修讀正式的課程，認識公司的事務，並持續接受內部及外間培訓，掌握最新的法例及不斷改變的商業風險。我們在《簡報三》第 6.8.2 部分詳細探討馬來西亞的董事培訓及教育。

董事會應每年一次披露其董事會是否有三分之一成員是獨立人仕；而如果公司有重要股東（定義是該股東在選舉董事時可行使大多數票數），應披露是否符合要透過董事會陳述中肯反映小股東投資的要求。

會議

《守則》規定董事會定期召開會議，討論的問題要附有文件，並要記錄會議的決定及結論。董事會會議應有正式的有待議決事項表。事項表應不斷更新，並派發給新獲委任的董事。企業管治的報告必須披露每年召開的會議數目，讓股東自行決定是否足夠。

委員會考慮過主席提供資料的責任，以及資料的質素對董事會決策的重要性後，認為是否能取得公司業績資料相當關鍵。這些資料不單要包括可用數字表示的業績，亦要加入其他表現元素，包括客戶的滿意程度，產品及服務質素，市場佔有率，市場反應及環保方面的表現。爲了滿足這些資訊需要，必須設立程序確保董事會獲得適時的資訊。董事會不可單靠管理層提供資料，應在適當時候主動索取資料。董事個人或集體應可取用所有資料。如果有需要時，董事應該可以僱用獨立專業顧問服務，費用由公司負責。

股東

董事會採用的溝通政策必須是可以加強董事會及管理層與股東及公眾的有效溝通。該系統應可有效分析公司的運作，並接受股東的意見。股東周年大會是股東溝通的重要機制。公司爲了增加本身的價值，應注意以下事項：

- 通告所載的每一項特別業務都必須附有詳盡的解釋；
- 召開會議的通告應指出哪些董事參選或再參選；
- 會議主席應提供合理的討論時間；
- 有關代表投票的影響應在每次投票後立刻披露；
- 應按股東要求，向他們提供股東周年大會討論事項的撮要。

5.6.4 會計慣例

5.6.4.1 會計專業的規管

馬來西亞會計師公會 (Malaysian Institute of Accountants)²⁷是自行規管的專業團體，負責推廣及監管馬來西亞專業會計師的專業及道德水準，並通過持續教育及培訓促進其會員的技能。公會理事會的成員包括了政府會計處長和公司註冊處長的代表，以及公私營機構和學術界的會計師。

5.6.4.2 會計準則及資料披露

在馬來西亞上市的公司所遵守的強制性會計原則及資料披露規定主要源自《公司法令》及由馬來西亞會計準則委員會 (Malaysian Accounting Standards Board) 頒布的《馬來西亞會計準則》 (Malaysian Accounting Standards)。

馬來西亞會計準則委員會根據《財政匯報法令》 (Financial Reporting Act) 在 1997 年成立，是當地唯一制訂及頒布會計準則的法定機構。1998 年，委員會全面檢討財務匯報制度。該委員會要求馬來西亞會計專業制訂的會計準則（稱為國際會計準則或馬來西亞會計準則）要根據檢討修訂或取代準則，才會被視為

²⁷ 根據《1967年會計師法令》(Accountants Act) 成立。

認可的會計準則。馬來西亞大致上依循《國際會計準則》，並稍加修改以適應當地經濟及商業環境。馬來西亞認可的審計準則 (Malaysian Approved Standards on Auditing) 根據《審計及國際審計業的國際準則指引》 (International Standards on Auditing and International Auditing Practice Statements) 制訂，並經馬來西亞會計師公會的理事會通過。出任獨立核數師的會計師公會會員必須遵守這些認可的審計準則。

《公司法令》規定法團公司必須遵守有關保持正確會計記錄，以及準備和提交經審計的帳目的所有條文。

5.6.5 執行

馬來西亞的法例根據普通法處理董事的受信責任，但要強制董事履行責任並不容易，因為當地的法律不容許集體訴訟。此外，律師不能利用應變儲備費，所以個別人仕行使權力的潛在成本可能很高，可能要投資一筆巨款才可展開訴訟行動 (Nathan, 2001)。

吉隆坡證券交易所及證券事務監察委員會透過下述一系列的紀律行動來執行上市規則。《1983年證券業法令》最近經過修訂，規定如果有不遵守上市規定的情況出現，可向個別董事（不單是公司）追索責任 (Nathan, 2001)。吉隆坡證券交易所可採取的紀律行動已列入其《上市規則》及《證券業法令》。紀律行動包括發出非公開/公開的譴責、罰款、暫停上市及取消公司上市資格。

5.7 台灣

5.7.1 法律及規管架構

台灣的法律制度一向奉行民事法，所以其《公司法》採用民事法司法管轄區模式，尤其受德國及日本影響。台灣較近期漸受普通法司法管轄區，特別是美國的影響。台灣現時的《1929 年公司法》及《1968 年證券及交易法例》便是在普通法影響下擬定的，為企業管治提供法律架構。只有股份有限公司才可以在台灣證券交易所進行買賣。

台灣的公司跟隨德國等歐洲大陸國家普遍採用兩層董事會模式。每家公司均設立董事會，成員由股東中選出來，負責管理公司；此外有數位監察人進行監管工作。兩層模式比單層模式的董事會負有更重要的管理角色。前者要負責公司的業務運作，而監察人要各自（不是作為一個組別）履行他們監管公司管理層（董事會）的責任及功能。

《公司法》規定了董事及監察人的職責及董事會的組成。每家公司須有最少三位董事及一位監察人。《公司法》及台灣證券交易所的上市規則並沒有明文規定董事的資格，只提供指引列出一些不可成為公司董事的情況。

如果個別人仕曾犯財務方面的罪行，破產，因年老或有精神疾病而衰弱，或行為不當，可能影響他/她出任董事的能力，《公司法》禁止他們出任董事。台灣證券交易所的《上市審查準則》比《公司法》的要求更多，為喪失出任上市公司的監察人或董事設立「違反誠信原則」的測試。違反誠信原則的行為包括：

- 開立不兌現的支票；
- 逾期還款；
- 在過往兩年曾違反勞動基準法或逃稅；
- 有重大虛偽不實、違反法令或喪失公司債信情事，而有損害公司利益、股東權益或公眾利益；
- 觸犯貪污、瀆職、詐欺、背信或盜竊；
- 在其他公司涉及惡性倒閉等不良經營行為；
- 其他重大違反法令或誠實信用原則。

《公司法》明確規定董事及監察人須出席會議，並列明他們職責範圍內要負起的賠償或非法行為的法律責任，並且要適當地小心履行責任。董事受公司合約及《民事法》限制，有責任適當地小心履行責任。但台灣一直不太著重受信責任，最近情況才有轉變 (Liu, 2001)。《民事守則》或《公司法》均沒有強調受信責任，但董事違反信託仍可能要負刑事法律責任。

台灣大部分公司都由家族控制，所以董事通常是控權股東或由控權股東委任。監察人亦由同一股東委任。後果是監察人難以反對董事根據股東意願執行的行動，因為兩者都是由這位股東委任的。加劇缺乏獨立性問題的另一情況是，台灣公司的主席很少是獨立於管理層的，因為他們通常是公司的創辦人，並參與日常業務運作。

台灣證券交易所《上市審查準則》規定申請上市的公司須有一位獨立董事，但沒有清楚界定「獨立性」。《上市審查準則補充規定》第 15 條就何謂缺乏獨立性提供指引：

- 「董事會部分：其董事會成員少於五人，或彼此間具有下列各項關係之一，其人數超過董事總數三分之二者：
 - 配偶；
 - 二親等以內之直系親屬；
 - 三親等以內之旁系親屬；
 - 同一法人之代表人；或
 - 關係人。

- 監察人部分：其監察人人數少於三人，或其相互間，或與現任各董事之間，具有下列各項關係之一者：
 - 配偶；
 - 三親等以內之直系親屬；
 - 四親等以內之旁系親屬；
 - 同一法人之代表人；或
 - 關係人。

這些有關獨立性的規則只針對首次申請上市的公司，當「獨立」董事的首個任期完結後，公司便再不需再履行這些法律或規管責任 (Liu, 2001)。

台灣民事法的傳統一直強調法規及守則，而不是行為標準，結果公司及個人只在形式上而非實質上奉公守法。台灣並不讓市場機制控制行為，而是針對各種情況頒布各式各樣的法則。這種編纂成明文法則的做法，令有些法規不夠靈活，未能應付日新月異的商業環境。證券暨期貨管理委員會正致力改善資料披露質素，特別是有關特殊交易，關聯方交易及控權股東的「道德腐化」等資料。林林總總的規則及市場干預，妨礙了投資者根據個別公司的企業管治情況作出投資決定。

台灣的情況跟其他許多司法管轄區（即新加坡、馬來西亞及英國）不同，似乎沒有為企業管治訂立應用守則或指引。亞洲許多其他守則及指引是在 1990 年代後期亞洲金融危機後發展及發表的，但「台灣的審慎宏觀經濟政策帶領當地避過了亞洲金融危機」（Liu, 2001）。台灣避免了經濟不景氣，保護當地公司及銀行系統不受亞洲區商業周期走下坡拖累，結果是比亞洲其他國家來說，改革企業管治的壓力比較少 (Asian Corporate Governance Association, 2000)。由於壓力減少了，台灣沒有太大推動力為當地公司發展企業管治的最佳應用守則或指引。由於台灣的法律訂定了許多規則及規例，其企業管治取向可被視為明文規定取向。

另一個在其他司法管轄區出現但台灣缺少了的因素是高度的機構所有權。在一些國家，機構投資者施壓改善企業管治，美國的 CalPERS 是一個很好例子。台灣的家族所有權非常普遍，大部分股票交易都是由私人投資者進行的，所以沒有其他地方那種推動力 (Gul, 2002)。

有些公司帶頭發展可促進優良企業管治的措施。一般來說，這些公司的規模較大，並且著重國際業務，例如：高科技及電腦公司。由於這些公司要在國際間競爭，必須要符合國際標準及期望以吸引投資 (Asian Corporate Governance Association, 2000)。

5.7.2 《上市審查準則》

由於大部分有關董事及監察人的規定已載入法例，台灣證券交易所的《上市審查準則》只有很少部分適用於董事會、董事及監察人。

《上市審查準則》指出，如果「公司的董事會或監察人不能獨立地履行其職能」，該公司便沒有資格申請上市（《上市審查準則》第 9 條第 12 項）。如果出現以下情況，董事會或個別董事便被視為不能夠獨立地履行其職能（《補充規定》第 17 條）：

- 董事會：
 - 董事的總數目少於五位；或
 - 超過三分之二的董事是互有關係的（配偶、直系親屬，或他們的代表）
- 監察人：
 - 監察人的總數目少於三位；或
 - 任何一位監察人，或監察人與董事之間是有關係的（配偶、直系親屬，或他們的代表）。

有一點需要注意的是，這些要求只是針對申請上市的公司。Liu (2001) 指出，許多家族經營的公司爲了申請上市而委任獨立董事，然後在第一次選舉時以家族成員或其他非獨立董事取代他們。

5.7.3 會計慣例

5.7.3.1 會計專業的規管

台灣的財政部透過考試及/或專業經驗，發牌照予當地的專業會計師，而所有專業會計師均須註冊為台灣省會計師公會的會員。

台灣省會計師公會成立了紀律委員會調查及處罰不當行為，並備有向執業會計師發出警告的權力。如果有嚴重的不當行為，委員會會將個案轉交財政部處理。財政部有權暫停或撤銷執業會計師的牌照。《會計法》（40 及 42 條）載列了這種權力。

5.7.3.2 會計準則及資料披露

《商業會計法》及《公司法》為每年要準備的帳目提供基本的法律規定。《商業會計法》針對財務的資料披露，各章提出的規定包括帳目及財務報表，會計分錄的基礎，確認損益，以及審計。《公司法》規定公司在財政年度結束後六個月內向股東提供年度的財務報表，而規模較大的公司的報表須經審計。《公司法》亦為股票帳戶報告內容及會計提出其他規定。

中華民國會計研究發展基金會發表了《財務會計準則公報》。這些公報提出的建議在台灣具有權威力。新的公報是參考《國際會計準則》及美國會計準則發展的，為個別問題提供國際實務背景。

台灣證管會為在證券交易所買賣的公司設定額外規則，主要針對額外的資料披露要求。他們透過檢閱中期及年度報告，偵察公司有否遵守會計準則或資料披露規定，藉以確保各公司已符合要求。

5.7.4 執行

台灣採用民事法的法律架構，有足夠的規則及規例規管商業的大部分範疇。

《公司法》有許多規則是針對公司管理的，並授予股東及監察人權力在這些規則被違反時採取行動。行動可包括：要求終止某些行為；將董事撤職及限制自行買賣。但如果根據這些條文進行訴訟，過程將非常緩慢及花時間，原因是資訊及法院費用高昂，而且法律制度並不鼓勵集體訴訟 (SFI, 2001)。

執行《公司法》及《證券交易法》的工作通常由規管機構負責，而民事及/或刑事的行動則「累積」進規管的執行工作 (Liu, 2001)。如果個案牽涉多名受害人，可根據《刑法總則》起訴公司 (Liu, 2000)。

台灣的民事法律制度沒有集體訴訟的規定，但當地成立了一些基金會作統籌集體訴訟。例如：部分資金由證券暨期貨管理委員會資助的證券暨期貨市場發展基金會代表個別股東向公司申索 (Liu, 2000)。

台灣證券交易所透過其市場監視部門執行市場監察工作，並以警告投資者的方式定期公開不尋常的交易行為。交易所可能對公司採取紀律行動，方式包括向

公司發出警告，罰款，暫時或永久禁止交易，及/或將有違反《公司法》規定的個案轉介經濟部。

5.8 新加坡

5.8.1 法律及規管架構

新加坡是奉行普通法的國家，公司受《公司法令》(Companies Act) 第 50 章規管。此外，上市公司須遵守新加坡證券交易所的《上市手冊》(Listing Manual)。雖然《上市手冊》沒有法律效力，《證券業法令》(Securities Industry Act) 第 289 章要求上市公司遵守手冊所載的條文及其他規則。新加坡證券交易所屬監管機構，負責向違反規定的上市公司施行禁制令。此外，新加坡的金融管理局 (Monetary Authority) 亦負責規管當地銀行、保險、證券及期貨業的上市公司。

《公司法令》規定所有公司要設立最少有兩位董事的董事會。董事的定義是，任何不論是否獲正式委任但出任董事職位的人仕，只要他/她自認為董事。《公司法令》並沒有界定「執行董事」。大體上，該法令將法定責任及義務委予董事，包括非執行董事，公司秘書及其他擔任行政或管理職位的人仕。該法令亦沒有規定董事的最低資格，但他/她須有充分精神上行為能力，及已屆 21 歲或以上。不適合獲委任為董事的人仕包括持續失責及在新加坡或海外破產等。法令沒有規定公司董事須持有該公司的股票，但公司的條文可能要求他們認購某個數量的股份，才有資格出任該職位 (Gul, 2002)。

新加坡沒有法例規定董事會的組合，所以該地不同上市公司的董事會有相當不同的甄選準則、質素及組合。企業管治的法律及規管架構採用「平衡取向」²⁸ (Corporate Governance Committee, 2001)，列明企業管治最佳應用守則，但只要公司作出適當披露便無需遵守這些守則。

5.8.1.1 獨立董事

新加坡沒有法律規定公司必須委任獨立董事，但新加坡證券交易所最近在 2001 年 4 月採用的《企業管治守則》²⁹ (Code of Corporate Governance)，簡稱《守則》，區分了非執行董事及獨立董事。《守則》界定獨立董事為「與公司或其相關聯機構沒有任何關係，足以影響或合理地被認為會影響他們為公司最佳利益進行商業獨立判斷力。」

5.8.1.2 董事的職責

在新加坡，董事職責由法律規定，即合併規程及判例法。董事需要以合理的謹慎、技巧及努力履行他們的職責。Yeo 及 Koh (2001) 對董事在履行這些職責方面的要求，扼要提出三項建議：

- 董事履行職責時表現的技巧水平，無需高於合理地預期具有同等知識及經驗的人。
- 董事不需要持續關注公司的事務，即他/她的職責屬斷續性質。
- 董事可信任其他人員執行職務，正如根據章程細則託付予他/她的職責。

²⁸ 第 2.6 節解釋企業管治的不同取向。

²⁹ 《守則》載於新加坡企業管治委員會的諮詢文件。該委員會是由財政部 (Ministry of Finance)、新加坡金融管理局及律政署 (Attorney-General's Chambers) 成立的三個委員會之一，檢討新加坡的企業規管架構、披露水平及企業管治。

法例要求董事合理努力地履行他們的職責。如果董事被發現沒有履行這些職責，便要負民事法律責任及懲罰制裁。

董事亦要向公司負受信責任：

- 「秉誠行事及符合公司的最佳利益」；
- 不要因其他人的意願或指示而不採取行動；
- 避免現有或潛在的利益衝突；
- 不要利用董事職位賺取「秘密」利益；及
- 善用董事權力在適當用途上。

亞洲金融危機在 1997 年後期發生後，新加坡的規管環境有顯著改變。由於商業趨向全球化，加上新加坡致力成為國際金融中心，新加坡認同符合國際資料披露及企業管治水平的重要性 (Mak, 2001)。

新加坡有多個規管機構，其中以新加坡金融管理局推動的規管改革最為重要。當時的規管改革首先針對金融業。新加坡政府成立了金融業檢討小組 (Financial Sector Review Group)，由金融管理局及新加坡副總理出任主席，目標是令新加坡成為東南亞主要金融中心。

金融業檢討小組成立了多個委員會，包括銀行業資料披露委員會、企業財務委員會及新加坡證券交易所檢討委員會，目標是改善企業的資料披露及將規管的理念由以擇優為本，變為以資料披露為本。

5.8.2 新加坡證券交易所的《上市手冊》

《上市手冊》唯一對上市公司董事會組合的規定載於附錄 1a〈主板上市指引〉(“Guidelines for Listing on Main Board”)，要求董事及僱員具有管理集團業務的經驗及才幹。公司申請上市時，交易所會審核其董事、管理層及控權股東的品格及誠信。由於新加坡沒有法例規定董事會的組合，當地上市公司的董事會在甄選標準、質素及組合方面有很大差別。

第七章〈本地股票證券 – 首次上市申請〉規定申請公司要確保提交予新加坡證券交易所供審批申請的資料要適時。董事（包括獨立董事），以及行政人員（出任管理或以上職位，並且是董事或控權股東的親屬）必須聲明本身的道義誠信，如董事有沒有在新加坡或其他地方因管理公司失誤或誤用資訊而被定罪（《上市手冊》附錄 15）。

第九章〈持續的上市規定〉列出上市公司必須立刻通知新加坡證券交易所，以便作出公告的一些情況。這些情況包括：上市公司得悉一些有關本身或其附屬公司或聯營公司的資訊，而這些資訊可能令其股票出現假市或會實質影響股價；有關公司董事、行政總裁、總經理或其他同級的行政人員、公司秘書、股票註冊處或核數師等委任及辭職的資訊。在 2003 年 1 月 1 日或之後舉行股東周年大會的上市公司，必須根據《企業管治守則》在年報內陳述其企業管治措施。公司必須在年報內披露沒有遵守的所有地方，並附上適當的解釋。

第九 A 章〈有利害關係的人的交易〉規定上市公司必須就*承受風險個體與有利益關係的人的交易*尋求股東的批准及立刻向新加坡證券交易所匯報。這章所指的交易包括（但不限於）提供財務資助、提供或接受服務、發行股票、購置、變買或租賃資產。承受風險個體的定義是上市公司本身、其附屬公司或聯營公司，它們都沒有在海外證券交易所上市，即只在新加坡證券交易所上市。有利益關係的人包括董事、行政總裁或上市公司的主要股東，或這些董事、行政總裁或主要股東的合伙人。

第十二章〈企業的資料披露政策〉要求上市公司必須在實際可行的最短時間內，向新加坡證券交易所及本身的股東及其他持有上市股票的人披露有關公司的重要資訊，而這些資訊是有助他們評估公司的狀況。其他具體的資料披露規定包括特殊交易活動，內幕人仕交易的政策，向公眾全面地發佈資料等。

5.8.3 《企業管治守則》

5.8.3.1 背景

新加坡證券交易所最近在 2001 年 4 月採用的《企業管治守則》並非要不合理地限制企業管治政策及措施（《守則》第七段）。《守則》的目的是鼓勵每家上市公司自行決定哪些企業管治措施將影響投資者的決定，然後作出有關披露。以下將概述《守則》的重點：

5.8.3.2 董事會事宜

《守則》傾向於設立雙重領導結構，即董事會的行政總裁及主席由不同人仕出任，目的是確保適當地平衡權力，並且增強問責性。這樣的區分是重要的，因為可令董事會監管管理層時更加獨立。董事會必須最少有三分一的成員是獨立董事。《守則》建議成立提名委員會，詳情在《簡報三》第 6.10 部分及附錄 6b 討論。

5.8.3.3 薪酬事宜

我們在《簡報三》第 5.10 部分及附錄 5b 詳細探討有關薪酬的建議。

5.8.3.4 審計及問責性

為了加強管理層對董事會及股東的問責性，《守則》建議公司進行季度匯報，讓股東可更適時地取得有關管理層管理功能的資訊。《守則》強調及探討審計委員會的重要性及內部控制職能要獨立於管理層。《簡報三》第 4.13.4 部分詳細討論了審計委員會的角色及功能。

5.8.3.5 與股東的溝通

公司應該與股東有定期、公平及有效的溝通。故此，《守則》鼓勵股東在股東周年大會更積極參與表決。

5.8.4 會計慣例

5.8.4.1 會計專業的規管

新加坡註冊會計師公會 (Institute of Certified Public Accountants of Singapore)³⁰ 根據新加坡的《會計師法令》 (Accountants Act) 在 1963 年 6 月成立。公會是新加坡全國的會計專業組織，負責制訂《會計準則》、《會計臨時準則》及《推薦的會計慣例及審計準則》。

另一個法定組織是由財務部 (Ministry of Finance) 根據《會計師法令》成立的註冊會計師委員會 (Public Accountants Board)。委員會負責控制及規管註冊會計師及會計師事務所，並為會計專業設定及發展專業操守及道德的水平。現時，委員會的成員包括新加坡註冊會計師公會的代表、新加坡證券交易所主席及財務部部長等。

5.8.4.2 會計準則及資料披露

在新加坡上市的公司所遵守的強制性會計原則主要源自《公司法令》，新加坡註冊會計師公會發表的《會計準則》及新加坡證券交易所的《上市手冊》。

《公司法令》規定在新加坡註冊的公司根據《法令》的會計要求每年制定財務報表。公司亦需要完整地保存最少七年的會計記錄。

新加坡註冊會計師公會的所有成員在制訂或審核財務報表時，必須遵守該公會頒布的《會計準則》。新加坡採用《國際會計準則》作為《新加坡會計準則》，只有一些地方稍加修改 (Mak, 2001)。

³⁰ 前身稱為新加坡會計師公會 (Singapore Society of Accountants)。

最近，新加坡註冊會計師公會推行計劃，全面將《新加坡會計準則》與《國際會計準則》統一。新加坡政府接受了資料披露及會計準則委員會 (Disclosure and Accounting Standards Committee) 2001 年 10 月發表的顧問最後報告所提出的全部建議，採用《國際會計準則》。在 2003 年 1 月 1 日或以後獲採用的準則將成為規定的會計準則，並被稱為〈財務匯報準則(新加坡)〉 (“Financial Reporting Standards (Singapore)”)。

5.8.5 執行

《上市手冊》載有各項的上市規則，但本身沒有法律權力，所以《證券業法令》要求上市公司必須遵守《手冊》的規定。新加坡證券交易所及金融管理局可申請對違反規定的上市公司施行禁制令。此外，如果個別人仕因公司沒有遵守規定而受影響，亦可申請向某家公司發禁制令 (Yeo and Keoh, 2001)。禁制令將禁止公司做某件事情及/或要求公司採取一些其他行動。

根據普通法，沒有履行責任的董事要為公司所遭受的損失負上法律責任。董事的受信責任是透過普通法的民事訴訟予以執行。董事除了要償付沒有履行責任所帶來的損失外，亦要交還個人所獲取的有關利益。強制董事履行責任的工作通常由規管機構以刑事檢控方式進行。檢控行動一般是接獲董事被指稱疏忽或詐騙後展開的，而如果公司是因為疏忽或詐騙而倒閉，通常由公司的清盤人提出訴訟。由股東提出民事訴訟的個案並不常見，主要原因是缺乏衍生行動的機制，亦沒有使用非應變儲備金作為法律費用的架構，而且訴訟的費用高昂 (Yeo and Keoh, 2001)。此外，可申請禁制令以停止或預防進一步的違規事宜。《公

司法》亦有類似的條文，並有額外條文規定法定的罰款及/或因刑事罪行入獄。

《公司法》亦為沒有具體指明的違規行為設定罰款額。如果董事因某違規行為被判有罪，日後可能再沒有資格出任董事 (Yeo and Keoh, 2001)。如果是「白領」罪行及違反了《公司法》，商務部 (Commercial Affairs Department) 將負責調查及檢控。

5.9 關聯方交易的比較

我們在以上各節探討了各個國家的會計準則，發現各地特有的會計準則與《國際會計準則》相類似。我們在本節特別討論關聯方交易，因為這對企業管治有重要影響。有影響力的股東通常可透過公司與關聯方交易從中獲利，損害公司及/或小股東的利益。我們將探討《國際會計準則》24 有關關聯方資料披露的問題，並指出各司法管轄區的規定如何與《國際會計準則》不同。我們之前逐一分析各個國家的情況，本節將同時討論各國關聯方的異同。

5.9.1 關聯方的定義

根據《國際會計準則》24〈關聯方資料披露〉，各方有關聯的定義是其中一方有能力控制另一方，或對另一方的財務及營運決策有重要影響。這包括：

- 控制報告實體，或受報告實體控制，或與報告實體受同樣控制的各實體，例如：控股公司、附屬公司及其下之附屬公司；
- 合伙人；
- 與申報公司有利益關係的個別人仕，他們對公司的影響力相當大，以及這些人仕的直系家族成員；
- 主要的管理層人員及其直系家族成員；上述個別人仕擁有大部分權益的公司，或這些人仕具有重要影響力的公司。

本顧問研究選取的司法管轄區 (包括香港、英國、美國、澳洲、馬來西亞、台灣及新加坡) 普遍在其會計準則中採用這定義。我們將在以下列舉其中一些細微差別：

香港除了採用《國際會計準則》的定義外，更在《會計實務準則》20 補充指出，受共同控制或受共同重要影響的各方亦屬關聯方。

英國的《財務匯報準則》8 進一步指出，那種關係指影響力，但範圍要縮窄至考慮其中一方是否可能受限制或實際上利益受損。此外，關聯方亦包括受共同重要影響力的個體及聯營公司，任何關聯方的退休基金，每一位可以控制個體或對其有影響力的人仕。

《馬來西亞會計準則》8 及美國的《財務會計準則聲明》57 進一步將影響力定義為其中一方或多方受到妨礙，不能完全謀求自己的利益。

5.9.2 不包括在關聯方定義

《國際會計準則》24 的「關聯方」定義並不包括以下各項：

- 兩家只有一位董事相同的公司；
- 融資人、工會、公共事業機構、政府部門及機關與公司的正常交易；及
- 公司與某一客戶、供應商、特許商、分銷商或一般代理有大量生意交易，純粹因為其經濟依賴性。

以上不包括在關聯方定義的項目亦廣泛地被各司法管轄區採用，但美國及澳洲的情況不同。根據美國的《財務會計準則聲明》57，在正常交易過程中，只有某些交易 (例如：補償安排、開支津貼及相類似項目) 可不被列入定義；而《澳

洲會計準則》1017 將個體摒除於關聯方定義的情況是，出現該關係純粹因為財務機構、認可的受託人公司、基金經理、工會、法定機構、政府部門及當地政府的正常交易。

5.9.3 規定的資料披露

《國際會計準則》24 對關聯方交易的資料披露規定包括：

- 關係的性質；
- 交易的種類；及
- 有助瞭解財務報告的交易元素，即成交量的表示、未清帳項、定價政策。

台灣、香港及新加坡的規條與《國際會計準則》相類似，但香港及新加坡的《公司條例》及《上市規則》就董事的薪酬及借貸及關聯方交易有額外的資料披露規定。馬來西亞亦有類似的規定，並額外要求披露關聯方的身份，而且必須披露每項不同種類關聯方交易的條款。美國的《財務會計準則聲明》57 與《國際會計準則》相類似，但額外規定披露現有關聯方交易條款的改變，而如果未夠清晰，便要披露如何清償未償還餘額。

根據《澳洲會計準則》1017 及英國的《財務匯報準則》8，公司必須披露重要的交易，並分析交易類型及提供每類型的交易條款資料。《財務申報準則》8 除了採用《國際會計準則》24 的規定外，更進一步要求披露關聯各方的名字，交易牽涉的金額，年度完結的未償還餘額及有問題債務的撥備，以及在該期間內因為關聯方或由關聯方註銷的債務金額。

5.10 香港及其他司法管轄區有關董事會守則監管規定之比較

相對其他司法管轄區，整體上香港有關董事會守則之監管規定符合國際標準（詳情載於附錄 6）。例如無論是本港、英國、馬來西亞及新加坡之董事均需享有尋求外間專業意見之權利，並由公司負責此等費用。正如英國及新加坡，本港之公司董事亦享有獲取董事局一切文件及資料的權利。再者，董事及高級經理的履歷詳情均需披露，這與大部份司法地區無異（台灣除外）。本港之公司均需披露各董事之執行或非執行地位，此點亦與英國、澳洲、馬來西亞及新加坡等各地之要求吻合。

在某些方面香港之要求其實比其他國家更為明確。舉例來說，香港交易所《主板上市規則》訂明董事會每年最少開兩次例會（創業板則要求四次）。反觀其他司法區並無此要求（即如美國《上市規則》祇要求披露董事會議次數及每次出席人數）。香港上市規則亦要求新委任的董事需有適當的權責簡介，除了新加坡外，其他司法區並無此等要求。

不過在某些董事守則範疇內，本港之條例要求卻比其他司法區寬鬆或模糊。當大部份司法區（澳洲除外）規定董事會最少有三份之一成員需為非執行董事，香港祇要求最少兩位非執行董事。其他司法區亦對個別情況作出條例規定，諸如董事會成員數目、董事會主席需為非執行董事、董事任期及歲數限制、及接觸公司秘書等（詳情請參考附錄 6）。

5.11 調查

我們就可取得的資料，檢閱了各國的企業管治專業調查。附錄 8 載有這些調查的詳細結果。以下一節將概述其中一些結果。

5.11.1 行政總裁的雙重身份

不同國家對合併行政總裁及董事會主席兩個職位有迥異的處理方法。澳洲的合併率最低，在 2000 年中，約 11% 的董事會將兩個角色合併，而在新加坡及美國的合併率最高，差不多四個董事會中，便有三個將行政總裁及董事會主席的角色合併。另一個在 1998 年於馬來西亞進行的調查指出，在角色區分的個案中，董事會主席由非執行董事出任的情況佔了 62%。美國一些調查發現，如果兩者的角色合併，有時會正式委任一位非執行董事作為領頭董事。

5.11.2 董事會規模

董事會的規模不一，成員數目由七位至超過 30 位不等，但大部分董事會的成員數目在 8-12 位之間。亞洲國家的董事會規模比較小，董事數目低於十位，而美國及英國的董事會規模則較大。美國及英國的調查顯示，銀行及金融業公司的董事會規模最大。

5.11.3 董事會組合

大部分司法管轄區的董事會的大多數成員都是非執行董事。最普遍的情況是，董事會有兩或三位執行成員，而其他成員則是非執行董事。有關多少位非執行董事是獨立人仕的資料不一定清楚，但建議一半的非執行董事應是獨立人仕。

5.11.4 董事會會議

每年召開的董事會全體會議在四至十次之間，並且在有需要時召開額外會議。英國的公司召開董事會會議最頻密，差不多每月一次。

5.12 總結

本章的主要目的是比較不同司法管轄區對企業管治的法律及規管性質規定及建議，包括會計準則及資料披露譬如關聯方交易。這包括企業管治三個主要範疇：董事會特色、披露企業管治政策及措施、及獨立性的定義。第二個範疇特別針對要披露的資料是，規管機構要求披露的企業管治措施及政策。第三個對優良企業管治非常重要的範疇是「獨立性」的定義，尤其是指獨立非執行董事。本部分將探討有關這三個範疇的一些共同建議。

5.12.1 董事會特色

企業管治首個共同元素是董事會特色，包括組合、董事教育及培訓、行政總裁雙重身份、取得資訊及延攬外間顧問意見。

5.12.1.1 董事會組合

非執行董事

董事會應包括多少位非執行董事的具體建議並不一致，但一般都強調公司要確保個別人仕或一組人仕不能控制董事會的決策。倫敦證券交易所的《綜合守則》更進一步訂明非執行董事應最少佔董事會成員數目的三分之一。

獨立非執行董事

大體來說，就獨立非執行董事提出的建議比非執行董事的更具體。如果沒有規定獨立非執行董事數目（普遍是三位- 例如美國），便闡明董事會有多大部分須由獨立人仕組成。大多數司法管轄區要求董事會最低限度有三分之一的成員是獨立非執行董事。台灣則例外，只要求公司在首次上市有最少一位獨立非執行董事，但沒有規定董事會要持續有獨立非執行董事。

5.12.1.2 董事教育及培訓

除馬來西亞外，其他受訪國家並無對董事教育及培訓作出特別要求，但在美國及澳洲，美國全國公司董事聯會及澳洲公司董事公會分別對董事教育及培訓工作提供協助。

5.12.1.3 主席及行政總裁

行政總裁雙重身份 (行政總裁及主席的職位由同一人出任) 在美國相當普遍，但英國、澳洲、馬來西亞及新加坡等司法管轄區則不鼓勵 (但沒有禁止)。他們所持的理念基礎是主席作為董事會的領導應獨立於管理層。如果他亦主管管理層，便難以有效發揮其角色。有意見認為經營一家公司與統籌董事會事宜是兩樣截然不同的工作，不應由同一人兼任兩項工作。行政總裁雙重身份在美國很常見，他們的態度是，這樣的安排至今運作良好，沒有需要改變。有些司法管轄區規定將兩個角色合併的公司交代作出這樣決定的原因。我們可以假定，將兩個角色合併對需要穩健領導的小規模高增長公司特別有利。

5.12.1.4 取閱資訊

董事爲了履行責任，必須獲得所有與公司相關的資訊。非執行董事獲得的資訊通常比執行董事少，因爲他們並無密切參與公司的日常業務。所有董事必須獲得最多準確及最新的資訊，以便作出正確的決定。如果董事未能要求及獲取適當的資訊，可能要對沒有履行小心處事的受信責任負起法律責任。大多數司法管轄區明確指出所有董事必須同等地取得有關資訊。

5.12.1.5 外間顧問意見

另外一項普遍的規定是，董事履行職責時可聘用外間法律或其他專業顧問，費用由公司負責。這可協助董事確保本身根據法律及規管準則履行職責，而不需處處依賴公司。

5.12.2 資料披露

大部分司法管轄區要求公司在年報內加入報告，陳述匯報期內所施行的企業管治措施，並詳細指出公司有否遵守強制性的企業管治規定 (如果適用的話)。如果公司沒有遵守強制性的規定，必須交代原因。這類的報告可成爲獨立的陳述書，載於年報內，或作爲財務報表的一部分。

各司法管轄區對披露董事會資料大都有更廣泛的規定。必須披露的資料最低限度包括：董事的姓名和資歷，他們是非執行董事抑或獨立非執行董事，其他可幫助股東評估董事履行責任的能力的個人資料。比較不普遍的規定是披露個別董事聘用合約的詳情。

5.12.3 獨立性的定義

「獨立性」這個詞語經常出現，但不同司法管轄區所給的定義不盡相同。一般的定義是，董事與公司、與該公司有關的其他公司、或與公司的僱員沒有關係，亦沒有其他關係可被視為會影響董事的獨立判斷力。如果規條相異，大都有詳情解釋哪些關係會影響獨立性及哪個時段適用。例如：澳洲證券交易所在一個指引附註中列明，獨立董事不應該在之前三年獲該公司或其有關係公司聘任為行政人員。馬來西亞及美國亦有相類似之前三年沒有出任行政職位的要求。另一項條件是限制董事的控股百分比不能超過已發行股本的 1%，以避免妨礙其獨立性。

本研究所探討的司法管轄區對獨立性下的定義十分類似，只是在字面上或詳情有差別。大多數情況下，在一個司法管轄區認為有獨立性的董事亦會符合其他所有司法管轄區的獨立性標準。

大致來說，我們發現所有司法管轄區對關聯方的定義及資料披露的規定亦相當類似。本章最後一部分回顧了不同國家進行的企業管治調查。結果顯示，不同司法管轄區對行政總裁雙重身份、董事會規模、董事會組合及董事會會議等安排略有差異，而英國及美國的董事會規模較大，可作為典範。

第六章 訪問所得結果

6.1 引言

我們訪問了不同司法管轄區規管機構及政府部門的主要人員，以及知名的企業管治專家，本章陳述訪問所取得的結果。

6.2 訪問結果

我們就企業管治的一般事宜，訪問了美國、英國、澳洲、馬來西亞及香港規管機構及政府部門的主要人員、當地企業管治機構的代表及各董事學會。由於大部分被訪者的意見都相類似，我們沒有區分被訪者的國家並把訪問結果總結如下：

6.2.1 企業管治改革的取向

大多數受訪者認為企業管治改革應採用平衡取向，清楚明確羅列企業管治最佳應用守則之餘，容讓公司在交代原因及作出適當披露後不用遵守這些規定。他們一般不同意將企業管治措施立法。

受訪者傾向於支持以資料披露為本的理念。他們認為如果有更高質素的資料披露，投資者作出投資決定時可行使本身的商業判斷力。他們所持的意見是，應容許公司更靈活地處理業務運作及組織內部管治，以提高股東的股份價值。

以下引述一些受訪者的意見：

- 「立法管制企業管治並不恰當。」

- 「(在澳洲)，政府利用資源促進優良的企業管治措施，而不是加以規管。」
- 「大致來說，企業管治可能比較適當由公司因應本身情況而自發地引入一些機制。政府的角色是協助推行，而不是立法或施行過多規管，因為會出現公司只重形式，而忽略實質情況的危險。」
- 「一般人都認同財務報表披露更多資料會有助投資者作出有根據的投資決定。」
- 「例如：在澳洲，披露支付核數師提供管理顧問服務的非審計服務費用，在很大程度上必定對投資者有影響。」
- 「財務匯報、資料披露及法律保障是促進優良企業管治措施的重要因素。」
- 「總的來說，優良企業管治的最重要原則是：高質素的資料披露 (減低與信息不對稱有關的代理成本) 及股東可取得公司的會議記錄。」
- 「一般人認為實行優良企業管治措施的最有效方法是由市場參與者自行決定，並自發地披露資料，因為立法不可能全面。」
- 「如果底線是增加企業的透明度，企業管治在很大程度上應由『市場參與者』決定向公眾披露及散佈『私有』資訊的最佳方法。」

6.2.2 對董事培訓及教育的規定

大多數受訪者認為董事接受培訓及教育是改善企業管治措施其中一個重要因素。這可改善董事，包括獨立非執行董事的質素 (以誠信及工作能力而言)。他們認為許多董事，包括執行、非執行及獨立非執行董事均不完全認識作為董事會成員的角色及責任。將資源調配予董事培訓及教育的目的是改善董事的整體質素。

以下引述一些受訪者的意見：

- 「澳洲公司董事學會為董事提供持續培訓課程，為他們提供更多資訊及教育。課程的目的是協助他們掌握本身的受信責任及要肩負的法律責任。」
- 「有一點值得注意的是，澳洲公司董事學會規定其成員 (即主要上市公司的董事) 每年要接受十小時的持續專業教育。」

- 「我們應將資源調配至企業董事的培訓及教育上，令他們瞭解優良企業管治的好處，並教導他們如何成為出色的『企業公民』。」
- 「(在馬來西亞) 投資分析員研究所 (Research Institute of Investment Analysts) 為所有董事提供強制性的資歷認可課程。課程的目的是將公司董事『專業化』，令他們清楚掌握本身的角色及責任。」

6.2.3 香港面對的困難

雖然一般都認為獨立非執行董事的質素是重要的，但大多數受訪者都質疑香港是否有「真正獨立」的非執行董事存在。香港要有真正的獨立非執行董事非常困難，原因是本地的商業社會相對來說屬小規模，而且許多公司由家族控制。故此，具有卓越商業才幹及經驗的獨立非執行董事大都與公司的主席或行政總裁有關係。此外，大多數受訪者指出越來越難聘請優良質素的獨立非執行董事，除非是增加補償及提供更多獎勵。

有些受訪者指出，香港缺乏諸如美國 CalPERS 等強大機構投資者的影響。這些投資者可被視為外部監管系統，監察企業管理。他們認為香港特區政府應施行更嚴厲的措施 (包括更重的刑罰) 及確保持續採用更有效的執行措施，以防止管理層有違反規定的行為。

以下引述一些受訪者的意見：

- 「澳洲家族生意並不普遍，大部分的上市公司都是股份分散企業。」
- 「我們在這些地方 (新加坡、香港及馬來西亞) 找不到澳洲的道德文化。而在香港，家族公司控制了企業舞台。」
- 「但要聘任優良質素的 (非執行) 董事很困難。」
- 「聘任優良董事越來越難。」

- 「就香港獨立非執行董事的質素而言，由於香港是一個細小密集的司法管轄區，要聘任有質素的獨立非執行董事即使不是沒可能，亦十分困難。」
- 「有豐富商業經驗的人仕通常與控權家族有直接或間接的關係。」
- 「香港最大的問題是缺乏強大的『監管』系統，例如：美國的 TIAA-CREF 協會，以監督企業管理的運作。」
- 「要自發性的資料披露發揮效用，必先有最低限度的立法及條例保障投資者。香港對保障投資者的法例顯然仍未達到最低限度。」

6.2.4 可能的機會

大多數受訪者同意香港特區政府熱衷於企業管治改革。政府應帶頭立法管制及規管企業管治的基礎，例如關聯方交易，以便為投資者提供公平競爭的環境。他們認為企業管治改革是個長期的過程，包括了改變企業管理層的思維及文化。許多受訪者認為要解決難以聘請優良質素董事的方法是將物色的工作交給專業獵頭公司負責¹。這些公司建立了全球網絡，可招聘到海外有質素的人選。有些受訪者認為香港引入集體訴訟可保障投資者，尤其是小股東的利益。但有些人則擔心集體訴訟會影響香港整體的訴訟環境，帶來高昂的社會成本。

以下引述一些受訪者的意見：

- 「我們有需要改變企業文化及管理層對企業管治的思維。」
- 「在全球物色有質素的獨立非執行董事或非執行董事是創新的意念。這或許亦是個有效的方法。」
- 「專業的獵頭公司可能在物色全球各地有質素董事方面負起重要角色。他們之所以有效，是因為可以向董事會或甚至股東就人選，特別是獨立非執行董事人選提供不偏不倚的意見。」

¹首席顧問謹此聲明，其丈夫乃一國際行政人員招聘機構的執行股東。

- 「我們 (香港) 的企業管治在執行法例及規管措施方面仍有待改善。加強執行法例及規管措施的目的是要「阻嚇」及「整頓」企業的管理層，讓他們 (想從事投機或欺詐行為的董事) 計算不遵守規定的「總」成本，即處罰。」
- 「較長遠來說，成立強制性公積金有可能效法美國的退休基金組織，有利香港的企業管治發展。」
- 「香港應 (在某階段) 引入集體訴訟的做法，以保障投資者 (尤其是小股東) 的利益。」

6.3 總結

對於包括澳洲在內的亞洲區範疇中香港的企業管治標準，海內外的整體評論均吻合 CLSA 里昂證券亞洲 (2002) 及 S & P 標準普爾 (2001) 的研究結果²，海外及本地的受訪者對香港企業管治的水平均有一致看法。香港是亞太區其中一個企業管治最優秀的司法管轄區 (排名一般在澳洲及新加坡之後)。但如果用美國及英國的基準衡量，則有點落後。

要提升香港的企業管治水平與這些領先的國際資本市場的最佳實務看齊，改革香港的企業管治措施是刻不容緩的³。改革必須考慮香港獨有的制度因素及企業環境，諸如股份所有權集中，行政總裁的控制權，家族所有權，缺乏有質素的獨立非執行董事等。考慮這些情況後，我們不難下結論說，香港進行企業管治改革並不適合採用明文規定取向，即明確規定公司採用某些企業管治措施，因為該取向的假設是這些做法「放諸四海皆準。」差不多所有受訪者都不支持將企業管治措施立法及加以硬性規定。他們傾向於支持以資料披露為本的理念，

² 詳情已在 4.2.3.6 節中討論。

³ 詳細分析及提議將於第七章內討論。

即平衡取向；並認為應容許公司更靈活地處理業務運作及組織內部管治，以提高股東的股份價值。

大部分受訪者認為企業管治改革要「共同努力」。他們認為董事接受培訓及教育是改善企業管治措施其中一個重要因素。在澳洲及美國等國家，當地的積極分子如澳洲公司董事學會 (Australian Institute of Company Directors) 及全國企業董事協會 (National Association of Corporate Directors) 透過提供培訓及持續教育，一直積極參與改善及維持企業董事 (包括獨立非執行董事) 的質素。

與前所述，香港要實行企業管治改革即使有許多不利因素 (如所有權集中，缺乏有質素的獨立非執行董事等)，但受訪者仍然支持香港改革企業管治。有些受訪者表示企業管治改革是「長期」工作，在香港尤甚，因為我們需要改變企業文化及管理層對企業管治的思維。

我們將在下一章總結本研究的重點，提出建議及指出研究所受的限制。

第七章 摘要及建議

7.1 引言

我們針對法律及制度環境，回顧了不同司法管轄區內企業管治體制的有關文獻及研究報告，而這最後一章將總結比較重要的事宜及特點。我們根據在研究方法那一章所述的三個企業管治體制取向，深入瞭解香港的企業管治改革。

7.2 分析及建議

我們評估不同司法管轄區的企業管治體系時，需要明白這些體系是因應當地的法律及政治基礎逐漸形成的。本研究所考查及分析的國家中，除台灣外，全都是植根於普通法制度的。不過，我們也須注意各司法管轄區在法律及制度上的基本差別。例如在美國，控股權分散加上機構投資者具有強大影響力，所以市場的企業監控非常積極。特別是美國比較流行以訴訟方式解決問題，容許集體訴訟，而其證券管理委員會在監管公司資料披露方面負起關鍵角色。亞洲國家的市場與美國不同，缺乏有效的市場管限工具，諸如積極進行企業監控的市場。企業所有權的特色多是由家族控制，而有些情況，好像在馬來西亞，政黨亦擁有企業的所有權。此外，機構投資者並不積極參與企業管治。不用多說，要謹慎地進行企業管治改革必須考慮法律及制度的架構，包括可能影響各司法管轄區內代理問題性質及程度的各種所有權模式。

以 Rajan 及 Zingales (1998) 的企業管治分類可分為以關係為本的體系及以市場為本的體系。如果我們利用這種分類法，可將美國、英國及澳洲列入以市場為本體系這一類。在這些地方，金融家受到明文合約的保護而市場就變成更重要的渠道去監管交易細則。並且，市場為本體系是需要更高透明度的。但是，新加坡、台灣及馬來西亞等亞洲國家則較屬於以關係為本的企業管治體系，特色是存在操控制權的股東，銀行的所有權及聯繫，以及較低透明度。我們以此為背景，將在以下比較及分析各司法管轄區的企業管治制度，範疇由以市場為本的體系至以關係為本的市場。

我們研究各司法管轄區之前，應先行瞭解文獻所述的三個促進優良企業管治的取向。這三個取向分別為明文規定取向、非明文規定取向及平衡取向。明文規定取向是就企業管治措施制定明確的規例，並予以執行。範圍的另一端是非明文規定取向。這取向容讓公司擬訂自己的企業管治方法，但必須適當披露這些措施。最後的平衡取向走「中間路線」，明確列舉企業管治的最佳應用守則，但公司可以偏離這些措施，條件是作出適當披露。各司法管轄區採用哪種取向很大程度視乎當時的經濟發展狀況，現有的法律及規管架構，以及所有權模式。

新興市場的法律，定義一般都比較含糊，或者執行不力，故此保障投資者的問題更令人關注。尤其是控制權的股東在公司內發揮重大影響力，小股東的權益將首當其衝。人所共知的是，有控制權的股東透過不正當的交易剝削小股東的財富。亞洲公司普遍的情況是，創立公司的家族通常仍擁有該公司大部分的所有權及控制權（有些情況是透過交互持股的錯綜複雜的網絡及金字塔持股方式）。有時，公司更受政

黨的影響。規管機構爲了向投資者提供一些保障，通常會制定大量的企業管治規則及法例，要求上市公司遵守。如果沒有這些保障，企業很難吸引額外的資金，尤其是海外的投資。這可算是企業管治的一種明文規定取向。馬來西亞及台灣（部分原因是民事法傳統強調將規則編纂爲成文法則）的情況是很好的例子，它們比其他地方採用更嚴格的明文規定取向。台灣沒有與最佳應用守則相同的規則，但其企業管治文化所受的規定相當多，不少規則及法例是針對董事及董事會的。新加坡亦採取這種明文規定取向，但程度不及馬來西亞或台灣。《新加坡的企業管治委員會報告》（2001）具體地建議新加坡應摒棄這種明文規定取向，而採用平衡取向，向著以資料披露爲本的體系發展。

另一個極端的取向是非明文規定取向，授予公司自由，按照個別情況擬訂具體的企業管治方法，但公司必須適當披露這些措施。美國是採用非明文取向的一個好例子。當地具有已發展的經濟體系及市場，悠久的商業歷史，清晰界定及可預測的普通法，而且投資者有嚴謹的執法制度（即集體訴訟）來保障他們作爲股東的權利。由於股東可行使權力監察管理層（包括董事會），以確保業務有效運作及有利可圖，故此不需要訂定許多企業管治的規則，市場自然會有效地調節處理。一些專業團體或有興趣的私營機構或會擬定最佳應用守則，但公司沒有義務遵守。公司也許會遵守這些守則，讓市場認爲它們在企業管治方面是「負責任」的企業。我們進行文獻回顧時發現，投資者會爲自願遵守最佳應用守則的管理優良公司付出溢價，所以公司最終會受益。這情況是企業管治非明文規定取向的典型例子。本研究考查的國家中，另一個主要採取非明文規定取向的地方是澳洲。澳洲證券交易所的《上市

規則》要求公司陳述它們實施的企業管治措施。這些政策並不具約束力的，公司可自由遵守既定的指引[或發展自己的指引]。

企業管治的第三個取向是平衡取向。這取向的基礎是公開一套最佳應用守則，或所有公司均會注意的企業管治建議。一般來說，監管機構會建議具體的措施，並鼓勵上市公司遵守一套最佳應用守則。公司採取的措施不一定要遵守建議或守則，但必須交代不依循的原因。這取向平衡了訂定規則及同時給予公司自由推行各自的企業管治措施。英國的情況是這種「遵守或交代」取向的最佳例子。倫敦證券交易所要求公司陳述如何應用《綜合守則》的原則。如果公司沒有遵守，必須加以披露，並交代原因。

非明文取向對於新興市場，或甚至仍然存在有控制權股東的已發展市場，顯然不切實際或效用不大。這取向在美國可行的原因是當地的法律制度完備，投資者成熟，而且監管機構制定了廣泛的資料披露要求。明文規定取向通常不大有效用，因為其假設是措施「放諸四海皆準」，但事實上，規模不同的公司在不同環境下運作，對一家公司有效的措施不一定適用於另一家公司。但最近美國發生的金融醜聞，包括 Enron，Worldcom 及 Xerox 的事件引起關注，令人質疑美國企業管治的非明文規定取向是否有效。平衡取向給予公司自由採取個別時間最適用的措施，並要求沒有遵守最佳慣例的公司解釋其企業管治措施，藉此加強對投資者的問責性。

香港的情況與本研究分析的其他所有司法管轄區不完全相同，但在某些方面相當類似。香港的家族所有權與馬來西亞及新加坡等國家一樣非常普遍，但前者的市場比較發達，主要原因是存在跨國公司，它們需要達到國際認可的最佳慣例水平。從法律角度看，香港與美國的董事要履行相同的責任及義務，但香港強制董事執行職責的機制，以及他們沒有履行責任時所採取的補救方法並不如美國有力（比如集體訴訟）。香港的企業管治水平無疑需加以改善，而我們建議採取一個雙管齊下的取向：

- (1) 需要將一套基本的規則強制為最低的規定，較理想的方法是列入證券交易所的《上市規則》。規定包括：獨立非執行董事的人數；獨立非執行董事佔董事會成員的比例；比較全面的獨立性定義及質素更優良的資料披露（包括關聯方交易）。所有上市公司必須遵守這些規則。
- (2) 必須制定一套全面的最佳應用守則，並鼓勵上市公司加以遵守或交代沒有遵守的原因。守則涵蓋的事宜可包括行政總裁的雙重身份、董事會組合、披露企業管治的措施、及成立企業管治委員會。企業管治委員會可作為中央的企業管治機制，因應公司的規模及情況，評估、推行及監察內部的企業管治政策。這委員會亦可負起薪酬委員會及提名委員會一部分的責任，作為實行正式成立這些委員會的較長遠目標的過度步驟。守則亦應包括對董事持續教育及培訓的要求¹。

推行 (1) 及 (2) 基本上即採取平衡取向，將與英國的情況相當相似，但為了加強香港的國際形象，所以制定額外的規則。基本的規則可為一些「主要」的企業管治問題提供基本保障，而最佳應用守則可令公眾人仕知悉及讓投資者檢查哪些公司選擇不遵守最佳慣例。這在本質上符合以資料披露為本的理念。

¹ 請參考《簡報三》中第 6.6.2 及 6.8.2 節中提及關於馬來西亞及澳洲的董事教育詳情。

我們分析不同司法管轄區的執行機制後，發現香港需要致力加強證券及期貨事務監察委員會調查公司違反有關法例及規例的權力²。這可阻嚇違規者藐視保護股東的最基本的法例及規例，並可配合企業管治的平衡取向。

7.3 結論

有一點需要注意的是，正如里昂證券亞洲及標準普爾的調查指出（請參閱第 4.2.3.6 節，第 49-50 頁），如果沒有正視財務匯報的質素及強制執行的機制，要有效推行任何企業管治改革將成爲空談。要爲市場提供可靠、準確、相關及適時的資料，以作出有根據及有效的決定，財務匯報的質素是不可或缺的。任何企業管治改革均需要有效的強制執行機制作爲支援，而且這些機制必須得到充分認可。雖然我們的建議推源的理念是根據最佳應用守則制定最低限度的強制規定，並要求公司自願遵守，但重要的是要確保這些行動會改變人們的想法、行爲及整體的企業文化。有鑑於此，董事（包括非執行及獨立非執行）的培訓及教育有利於企業管治的長遠整體發展（請參閱第 5.12.1 節，第 135 頁）。我們深信這樣的改革最終可提升香港作爲國際金融中心的地位，有能力面對日新月異及充滿動力和競爭的國際環境。

² 對於香港交易所及證監會應否賦與調查及執行紀律的權力當再作研究。

參考書目

- Admati, A. R. and P. Pfleiderer. 1998. Forcing firms to talk: Financial disclosure regulation and externalities. Working paper, Graduate School of Business, Stanford University.
- Agrawal, A. and C. R. Knoeber. 1996. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (September): 377-397.
- Alexander, J.A., M. L. Fennell and M. T. Halpern. 1993. Leadership instability in hospitals: The influence of board-CEO relations and organizational growth and decline. *Administrative Science Quarterly* 38: 74-99.
- American Society of Corporate Secretaries. 2000. *Board Committees: Considerations, Structures and Uses in Effective Governance*. American Society of Corporate Secretaries (March).
- Anonymous, 1992. FFIEC study details cost of regulatory burden. *CBA Reports*, 72(12): 5.
- Antunovich, P. and D. S. Laster. 1998. Do investors mistake a good company for a good investment? Working paper, Federal Reserve Bank of New York.
- Arjunan and Low. 1995. *Lipton & Herzberg's Understanding Company Law in Malaysia*. The Law Book Company Limited.
- Asian Corporate Governance Association. 2000. Building stronger boards and companies in Asia. *Report on Corporate Governance Policies and Practices*.
- Australian Corporate Law Economic Reform Program Act (CLERP). 1997. Directors' duties and corporate governance: Facilitating innovation and protecting investors. *Proposals for Reform: Paper no. 3 (CLERP)*.
- Australian Corporate Law Economic Reform Program Act (CLERP). 1999.
- Australian Corporations Law. 1989.
- Australian Corporations Act. 2001.
- Australian Financial Review. 2002. ASIC to be given more bite. *The Corporate Library LLC* 4(6), February 16.
- Australian Institute of Company Directors (AICD). 1995. *Code of Conduct*. AICD.
- Australian Investment Manager's Association (AIMA). 1997. *Corporate Governance: A Guide for Investment Managers and A Statement of Recommended Corporate Practice*, AIMA.
- Australian Securities and Investment Commission Act. 2001.

- Australian Uniform Companies Act. 1961.
- Barnhart, S. W. and S. Rosenstein. 1998. Board composition, managerial ownership, and firm performance: An empirical analysis. *The Financial Review* 33: 1-16.
- Bhagat, S. and B. Black. 1999. The uncertain relationship between board composition and firm performance. *Business Lawyer* 54: 921-963.
- Bhagat, S. and B. Black. 2000. Board independence and long term firm performance. Working paper, University of Colorado.
- Bhagat, S., B. S. Black and M. Blair. 2000. Relational investing and firm performance. Working paper, University of Colorado, Stanford University, and Georgetown University Law School.
- Bhagat, S., D. C. Carey and C. M. Elson. 1999. Director ownership, corporate performance, and management turnover. Working paper, University of Colorado.
- Birchard, B. 1994. The call for full disclosure. *CFO*, 10(12): 30.
- Black, B. 2001. The legal and institutional preconditions for strong stock markets: The nontriviality of securities law. In *Corporate Governance in Asia: A comparative Perspective*. Organization for Economic Co-operation and Development (OECD), pp. 55-84.
- Bosch Report 1995. *Corporate Practices and Conduct*. Working Group representing Australian Institute of Company Directors, Australian Society of Certified Practising Accountants, Business Council of Australia, The Institute of Chartered Accountants in Australia & The Securities Institute of Australia.
- Brancato, C. K. 1998. *Foreword, The Link Between Corporate Governance*. The Conference Board, 1215-98-RR.
- Brancato, C.K. 2000. *Foreword, The Link Between Corporate Governance and Performance: Year 2000 Update*. The Conference Board, 1276-00-RR.
- Brown, W. O. and M. T. Maloney. 1998. Exit, voice, and the role of corporate directors: Evidence from acquisition performance. Working paper, Claremont McKenna College.
- Byrd, J. W. and K. A. Hickman. 1992. Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics* 32: 195-221.
- Byrne, J. A. 2000. The best and worst boards. *Business Week* (January 24): 142-152.
- Byrne, J. A., R. Grover and R. A. Melcher. 1997. The best and worst boards: Our special report on corporate governance. *Business Week* (December 8): 90.
- Cadbury Report. 1992. *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. Gee: London.

- Carleton, W.T., J. M. Nelson and M. S. Weisbach. 1998. The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: Evidence from TIAA-CREF. *Journal of Finance* 53(4): 1335-1362.
- Chaganti, R. S., V. Mahajan and S. Sharma. 1985. Corporate board size, composition and corporate failures in retailing industry. *Journal of Management Studies* 22: 400-417.
- Cheeseman, H, R. 2000. *Contemporary Business Law*. Prentice Hall. p. 2.
- Chen, W. H. 2000. Study of effective exercise by exterior directors and supervisors of listed companies. *TSEC Monthly Review* 456 (April): 1-9.
- Cheong, S. 1997. Bumiputera Entrepreneurs in the KLSE. Vol. 2. Corporate Research Services Sdn Bhd, Kuala Lumpur.
- Claessens, S., S. Djankov and L. H. P. Lang. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics* 58(1-2): 81-112.
- Cope, D. 1994. Banks and regulators say disclosure must go beyond facts, to understanding. *American Banker* 159(58): 26.
- Corporate Governance Committee. 2001. *Code of Corporate Governance* (March), Singapore.
- Cotter, J. F., A. Shivdasani and M. Zenner. 1997. Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offer? *Journal of Financial Economics* 43: 195-218.
- Cravens, K. S. and W. A. Wallace. 2001. A framework for determining the influence of the corporate board of directors in accounting studies. *Corporate Governance* 9(1): 2-24.
- Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) Emerging Market. 2001. *CG Watch: Corporate Governance in Emerging Markets* (April). Research & Sales Offices, CLSA Ltd.
- Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA). 2002. *Corporate Governance Watch: Corporate Governance in Emerging Markets* (February). Research & Sales Offices, CLSA Ltd.
- Cummins, C. 1994. Cost of CRA Reporting May Top \$100 Million. *American Banker* 159(60): 1,3.
- Daily, C. M. and D. R. Dalton. 1993. Board of directors leadership and structure: Control and performance implications. *Entrepreneurship Theory and Practice* (Spring): 65-81.
- Daily, C. M. and D. R. Dalton. 1994. Bankruptcy and corporate governance: The impact of board composition and structure. *Academy Management Journal* 37: 1603-1617.

- Daily, C. M., J. L. Johnson, A. E. Ellstrand and D. R. Dalton. 1996. Institutional investor activism: Follow the leaders. Working paper, Purdue University, Indiana University and California State University.
- Dalton, D. R., C. M. Daily, A. E. Ellstrand and J. L. Johnson. 1998. Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal* 19: 269-290.
- Dalton, D. R., C. M. Daily, A. E. Ellstrand and J. L. Johnson. 1999. Number of directors and financial performance: A Meta-analysis. *Academy of Management Journal* 42(6): 674-686.
- Davidson, W. N., T. Pilger and A. Szakmary. 1998. Golden parachutes, board and committee composition, and shareholder wealth. *The Financial Review* 33: 17-32.
- Del Guercio, D. and J. Hawkins. 1999. The motivation and impact of pension fund activism. *Journal of Financial Economics* 52: 293-340.
- Dey Report. 1994. Where were the directors? *Guidelines for Improved Corporate Governance in Canada*. Toronto Stock Exchange Commission on Corporate Governance in Canada.
- Dow Jones Newswires. 2001. Hong Kong government to implement recommendation on corporate governance in 2002. *The Corporate Library LLC* 3(30), October 28.
- Dow Jones Newswires. 2002. NYSE plans to change rules of company directorships. *The Corporate Library LLC* 4(21), June 3.
- Egon Zehnder International. 2000. *Board of Directors Global Study*, Egon Zehnder International.
- Eisenberg, T., S. Sundgren and M. T. Wells. 1998. Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics* 48: 35-54.
- Elliott, R. K. and P. D. Jacobson. 1994. Costs and benefits of business information disclosure. *Accounting Horizons* 8(4): 80-96.
- English Companies Act. 1948.
- Ernst & Young (Australia). 1999. *Corporate Governance Survey*. Ernst & Young.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26 (June): 301-325.
- Financial Times. 2002a. Hong Kong tightens markets regulations. *The Corporate Library LLC* 4(10), March 23.
- Financial Times. 2002b. Nasdaq approves rule change to modify key corporate governance standards. *The Corporate Library LLC* 4(20), May 28.

- Fishman, M. J. and K. M. Hagerty. 1989. Disclosure decisions by firms and the competition for price efficiency. *Journal of Finance* 44(3): 633-646.
- Fishman, M. J. and K. M. Hagerty. 1998. Mandatory disclosures, in Newman, P. eds. *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. London: Macmillan Press, pp. 605-608.
- Fortune. 1991. Chief executives as Idi Amin? (July 1): 13.
- Fox, M. B. 1999. Required disclosure and corporate governance. *Law and Contemporary Problems* 62(3): 113-127.
- Franks, J. and C. Mayer. 2001. Ownership and control of German corporations. *Review of Financial Studies* 14(4): 943-977.
- General Motors Corporation. 2001. *Corporate Governance Guidelines*. http://www.gm.com/company/investor_informaion/stockholer_info/corp_gov/guidelines.html.
- Golden, B. R. and E. J. Zajac. 2001. When will boards influence strategy? Inclination x power = strategic change. *Strategic Management Journal* 22: 1087-1111.
- Goodstein, J., K. Gautam and W. Boeker. 1994. The effects of board size and diversity on strategic change. *Strategic Management Journal* 15: 241-250.
- Gorton, G. and F. Schmid. 1999. Universal banking and the performance of German firms. *Journal of Financial Economics* 43.
- Greenbury Report. 1995. *Directors' Remuneration – Report of a Study Group Chaired by Sir Richard Greenbury* (July 17).
- Grossman, S. J. 1989. The informational role of warranties and private disclosure about product quality, in *The Informational Role of Prices*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
- Grossman, S. J. and O. D. Hart. 1986. The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy* 94(4): 691-719.
- Gul, F. A. 2002. Law enforcement and corporate debt policies around the world. Working paper, City University of Hong Kong.
- Gul, F. A. and H. Qiu. 2002. Legal protection, corporate governance and information asymmetry in emerging financial markets. Working paper, City University of Hong Kong.
- Gul, F. A. and S. Leung. 2002. CEO dominance and voluntary corporate disclosure strategies in Hong Kong annual reports. Working paper. City University of Hong Kong.

- Gul, F. A., S. Lynn and J. Tsui. 2002. Audit quality, management ownership and the informativeness of accounting earnings. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 17(1): 25-37.
- Hampel Report. 1998. *Committee on Corporate Governance - Final Report* (January).
- Heidrick and Struggles International. 1999. Is your board fit for the global challenge?
- Hermalin, B. E. and M. S. Weibach. 1991. The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management* (Winter): 101-112.
- Hill, C. W. L. and S.A. Snell. 1988. External control, corporate strategy and firm performance in research intensive industries. *Strategic Management Journal* 9: 577-590.
- Hong Kong Companies (Amendment) Bill. 2002. File Ref: C2/1/55(2001) Pt 9.
- Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (HKEx). 2002. *Consultation Paper on Proposed Amendments to the Listing Rules Relating to Corporate Governance Issues*. HKEx.
- Hong Kong Institute of Directors (HKIoD). 1995. *Guidelines for Directors*. Hong Kong : HKIoD Ltd.
- Hong Kong Institute of Directors (HKIoD). 2000. *Guide for Independent Non-Executive Directors*. Hong Kong: HKIoD Ltd.
- Hong Kong Monetary Authority (HKMA). 2001. Corporate governance of locally incorporated authorized institutions. *Supervisory Pending Manual, CG-1* (September).
- Hong Kong Securities and Exchange Commission (SEC), 1996. *Report of the Task Force on Disclosure Simplification*. Hong Kong: SEC (5 March).
- Hong Kong Society of Accountants (HKSA). 1995. *First Report of the Working Group on Corporate Governance*. HKSA.
- Hong Kong Society of Accountants (HKSA). 1997a. *Second Report of the Corporate Governance Working Group* (January), HKSA.
- Hong Kong Society of Accountants (HKSA). 1997b. *A Guide for the Formation of An Audit Committee*. HKSA.
- Hong Kong Society of Accountants (HKSA). 1998. *A Guide for Directors' Business Review in the Annual Report*. Directors' Business Review Task Force, Corporate Governance Committee, HKSA.
- Hong Kong Society of Accountants (HKSA). 1999. *Directors' Remuneration-Recommendations for Enhanced Transparency and Accountability*. HKSA.

- Hong Kong Society of Accountants (HKSA). 2001. *Corporate Governance Disclosure In Annual Reports A Guide to Current Requirements and Recommendations for Enhancement*. HKSA.
- Hong Kong Society of Accountants (HKSA). 2002. *A Guide for Effective Audit Committees*. HKSA.
- Ip, S. 2002. LC: Companies (Amendment) Bill 2002. *Press Release* (30 January).
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (October): 305-360.
- Johnson, S., P. Boone, A. Breach and E. Friedman. 2000. Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics* 58: 141-186.
- Jovanovic, B. 1982. Truthful disclosure of information. *Bell Journal of Economics* 13: 36-44.
- Judge, W. Q. and C. P. Zeithaml. 1992. Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process. *Academy of Management Review* 35(4): 766-794.
- Karpoff, J. M., P. H. Malatesta and R. A. Walkling. 1996. Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence. *Journal of Financial Economics* 42: 365-395.
- Kaufmann, J. B., I. F. Kesner and T. L. Hazen. 1994. The myth of full disclosure: A look at organizational communications during crises. *Business Horizons* 37(4): 29-39.
- Kidwell, R. E. and N. Bennett. 1993. Employee propensity to withhold Effort: A Conceptual Model to Intersect Three Avenues of Research. *Academy of Management Review* 18(3): 429-456.
- Klein, A. 1998a. Affiliated directors: Puppets of management or effective directors? Working paper, New York University.
- Klein, A. 1998b. Firm Performance and board committee structure. *Journal of Law and Economics*: 41(1): 275-303.
- Kom/Ferry International. 1998. *European Boards of Directors Study 1998*. Kom/Ferry International.
- Kom/Ferry International. 2000. *Boards of Directors Study in Australia and New Zealand 2000*. Kom/Ferry International.
- Korn/Ferry International. 1999. *26th Annual Board of Directors Study*. Korn/Ferry International.
- Korn/Ferry International. 2000. *27th Annual Board of Directors Study*. Korn/Ferry International.

- Korn/Ferry International. 2001. *28th Annual Board of Directors Study*. Korn/Ferry International.
- Korn/Ferry International. 2002. *29th Annual Board of Directors Study*. Korn/Ferry International.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny, R. W. 1999. Investor protection and corporate valuation. Working paper, Harvard University.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny, R. W. 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy* 106(6): 1113-1155.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny. 1997. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance* 52: 1131-1150.
- Langbert, M. 2001. The costs and benefits of the Form 5500 annual report. *Benefits Quarterly* (first quarter): 54-65.
- Latane, B., K. Williams and S. Harkins. 1979. Many hands make light the work: The causes and consequences of social loafing. *Journal of Personality and Social Psychology* 37(6): 822-832.
- Lev, B. 1992. Information disclosure strategy. *California Management Review* (Summer): 9-32.
- Lev, B. 1995. Disclosure and litigation. *California Management Review* 37(3): 8-28.
- Liu, L. 2000. *Simulating Securities Class Actions: The Case in Taiwan*.
- Liu, L. S. 2001. A perspective on corporate governance in Taiwan. *Asia Business Law Review* 31 (January).
- Lo, K. 2000. Economic consequences of regulated changes in disclosure: The case of executive compensation. Working paper, University of British Columbia.
- Mak, Y. T. 2001. The Role of Boards and Stakeholders in Corporate Governance – A Comparative Review of Board Committees in Asia (March).
- Malaysian Accountants Act. 1967.
- Malaysian Companies Regulations 1966.
- Malaysian Companies Act. 1965.
- Malaysian Securities Commission Act. 1993.
- Malaysian Securities Industry Act. 1983.
- Malaysian Futures Industry Act. 1983
- Malaysian Code on Corporate Governance (the Code). 2000. Principles of the Code. Finance Committee Report on Corporate Governance (March).

- Mallor, J. P., A. J. Barnes, T. Bowers, M. J. Phillips and A. W. Langvardt. 1998. *Business Law and the Regulatory Environment: Concepts and Cases*. Boston: Irwin/McGraw Hill, p.861.
- McConnell, J. J. and H. Servaes. 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics* 27: 595-612.
- McKinsey & Company. 2000. Investor Opinion Survey 2000. (June).
- Mello, J. P. 1993. Disclosure war heats up. *CFO*, 9(11): 11.
- Milgrom, P. R. and J. Roberts. 1986. Relying on the information of interested parties. *Rand Journal of Economics* 17(1): 18-32.
- Millstein, I. M. and P. W. MacAvoy. 1998. The active board of directors and performance of the large publicly traded corporation. *Columbia Law Review* 98: 1283.
- Mintzberg, H. 1983. *Power in and Around Organizations*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Mitton, T. V. 2001. A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. Working paper, Brigham Young University.
- Model Business Corporation Act. 1984. Committee on Corporate Laws, Section of the Business Law, American Bar Association.
- Nathan, R. 2001. The role of shareholders in corporate governance. *Third Asian Roundtable on Corporate Governance*.
- Nesbitt, S. L. 1994. Long term rewards from shareholder activism: A study of the 'CalPERS' effect. *Journal of Applied Corporate Finance* 6(4): 75-80.
- OECD. 1999. *OECD Principles of Corporate Governance*. Task Force on Corporate Governance (April), HKSA.
- Opler, T. C. and J. Sokobin. 1995. Does coordinated institutional activism work? An analysis of the activities of the Council of Institutional Investors. Working paper, SEC.
- Pacific Economic Cooperation Council (PECC). 2001. *Guidelines for Good Corporate Governance Practice*, PECC.
- Patterson, D. J. 1998. *The Link between Corporate Governance and Performance: Year 2000 Update*. The Conference Board, 1215-98-RR.
- Patterson, D. J. 2000. *The Link between Corporate Governance and Performance: Year 2000 Update*. The Conference Board, 1276-00-RR.
- Perry, T. 1999. Incentive compensation for outside directors and CEO turnover. Working paper, Arizona State University.

- Pfeffer, J. 1972. Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. *Administrative Science Quarterly* 17: 218-229.
- Pfeffer, J. 1973. Size, composition, and function of hospital boards of directors: A study of organization-environment linkage. *Administrative Science Quarterly* 18: 349-364.
- Pozen, R. C. 1994. Institutional investors: The reluctant activists. *Harvard Business Review* 72(1): 140-149.
- PricewaterhouseCoopers and Kuala Lumpur Stock Exchanges. 1998. *Corporate Governance: 1998 Survey of Public Listed Companies*.
- PricewaterhouseCoopers. 2000. *Corporate Governance and the Board - What Works Best*. PricewaterhouseCoopers.
- PricewaterhouseCoopers. 2001. *Board of Directors: A Survey on Remuneration and Practices 2001*. Pricewaterhouse, Malaysia.
- Rajan, R. G. and Zingales, L. 1998. Which capitalism? Lessons from the East Asian crisis. *Journal of Applied Corporate Finance* 11(3): 40-48.
- Rechner, P. L. and d. R. Dalton. 1989. The impact of CEO as board chairperson on corporate performance: Evidence vs. rhetoric. *The Academy of Management Executive* 3(2): 141-143.
- Rehm, B. A. 1992. ABA: cost of compliance equals 59% of bank profits. *American Banker* 157(117): 1,12.
- Rosenstein, S. and J. G. Wyatt. 1990. Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics* 26: 175-191.
- Russell Reynolds Associates & IRRC. 1999. *The Structure of Boards at S&P 1500 Companies* (January), Russell Reynolds Associate & IRRC.
- Russell Reynolds Associates & IRRC. 2000. *1999-2000 Board Practices Survey – The Structure and Compensation of Boards of Directors of US Public Companies*. Russell Reynolds Associate & IRRC.
- Shaffer, S. 1995. Rethinking disclosure requirements. *Business Review* (May/June): 15-29.
- Shepperd, J. A. 1993. Productivity loss in performance groups: A motivation analysis. *Psychological Bulletin* 113(1): 67-81.
- Shleifer, A. and R. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 5 (June): 737-783.
- Singapore Accountants Act. 1963.
- Singapore Companies Act. 1994.

- Singapore Institute of Directors and Egon Zehnder International. 2000. *Singapore Board of Directors Survey 2000*.
- Singapore Securities Industry Act. 1986.
- Singapore Securities and Futures Act. 2001.
- Smirlock, M. and H. Kaufold. 1987. Bank foreign lending, mandatory disclosure rules, and the reaction of bank stock prices to the Mexican debt crisis. *Journal of Business* 60: 347-364.
- Smith, M. P. 1996. Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS. *Journal of Finance* 51(1): 227-252.
- South China Morning Post (SCMP). 2000. Family control and the Asian crisis. *Business Post* (September 20).
- South China Morning Post (SCMP). 2002. Enron taken into account, 15 April.
- Standard and Poor's (S&P). 2001. Transparency and Disclosure Survey for International Investors.
- Stock Exchange of Hong Kong (SEHK). 1998. *Code of Best Practice*. Listing Rules, Volume 2, Appendix 14. SEHK.
- Stone, C. 1991. *Where the Law Ends*. Waveland Press Inc., 93.
- Strickland, D., K. W. Wiles and M. Zenner. 1996. A requiem for the USA: Is small shareholder monitoring effective? *Journal of Financial Economics* 40: 319-338.
- Suijs, J. 1999. Costly disclosures in a voluntary disclosure model with an opponent. Working paper, Tilburg University.
- Sundaramurthy, C., J. M. Mahoney and J. T. Mahoney. 1997. Board structure, antitakeover provisions, and stockholder wealth. *Strategic Management Journal* 18(3): 231-245.
- Taiwan Company Law. 1929.
- Taiwan Securities and Exchange Law. 1968.
- Taiwan Securities and Futures Market Development Institute (SFI). 2001. *Corporate Governance in Taiwan* (December).
- The Conference Board. 2000. Director's compensation and board practices in 2000. USA.
- The New Straits Times. 2002. Five-year bar on errant directors. *The Corporate Library LLC* 4(1), January 7.

- The Straits Times. 2001a. Pool of independent directors to be formed. *The Corporate Library LLC* 3(33), November 30.
- The Straits Times. 2001b. Singapore companies must report quarterly by 2003. *The Corporate Library LLC* 3(29), October 1.
- Tricker, B. 1998. Editorial: The role of institutional investor in corporate governance. *Corporate Governance* 6 (4): 213-216.
- Tsui, J. and F. A. Gul. 2000. Corporate governance and financial transparencies in the Hong Kong Special Administrative Region of the People's Republic of China. *Second Asian Roundtable on Corporate Governance*, Organization for Economic Co-operation and Development, 2000.
- Tsui, J. and S. Lynn. 2001. Family control, CEO dominance and firm performance in Hong Kong. Working paper, City University of Hong Kong.
- Tsui, J., B. Jaggi and F. A. Gul. 2001. CEO domination, growth opportunities and their impact on audit fees. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 16(3).
- Turnbull Report 1999. *Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code*. Institute of Chartered Accountants in England and Wales (September).
- UK Combined Code. 1998. *The Combined Code: Principles of Good Governance and Code of Best Practice*. London Stock Exchange Committee on Corporate governance (June).
- UK Company Law Review Steering Group. 1998.
- UK Companies Act. 1985.
- UK Financial Services and Market Act. 2000.
- US Securities Act. 1933.
- US Securities Exchange Act 1934.
- Vafeas, N. 1999. Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics* 53(1): 113-142.
- Varallo, G. V. and D. A. Dreisbach. 1996. *Fundamentals of Corporate Governance: A Guide for Directors and Corporate Counsel*. Section of Business Law, American Bar Association.
- Verrecchia, R. 1983. Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 5: 179-194.
- Wagenhofer, A. 1990. Voluntary disclosure with a strategic opponent. *Journal of Accounting and Economics* 12: 341-363.
- Wahal, S. 1996. Pension fund activism and firm performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31(1): 1 -23.

- Weisbach, M. S. 1988. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* 20: 431-460.
- Weiss, A. and G. Nikitin. 1998. Performance of Czech companies by ownership structure. Working paper, Boston University.
- Wells, C. 2001. Corporations and criminal responsibility. *Oxford University Press*, 21-22.
- Westphal, J.D. and L. P. Milton. 2000. How experience and network ties affect the influence of demographic minorities on corporate boards. *Administrative Science Quarterly* 45: 366-398.
- Williamson, O., 1991. The logic of economic organization. In Williamson & Winter eds., *The Nature of the Firm Origins, Evolution, and Development*. Oxford University Press: New York.
- Yafeh, Y. 2000. Corporate governance in Japan: Past performance and future prospects. *Oxford Review of Economic Policy* 16 (2): 74-84.
- Yeo, V. and P. Koh. 2001. The role of boards and stakeholders in corporate governance. *The Third Asian Roundtable on Corporate Governance, Singapore* (April).
- Yermack, D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40: 185-211.
- Yiu, E. 2002. Amendments to company law win support. *South China Morning Post* (21 January).
- Zahra, S. A. and J. A. Pearce. 1989. Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management* 15(2): 291-334.
- Zweig, J. 1998. Why your fund manager may work better in the dark? *Money* (March): 50.

附錄 1 受訪者名單

機構名稱

香港特別行政區

- 1 香港董事學會
- 2 香港特別行政區公司註冊處
- 3 證券及期貨事務監察委員會
- 4 香港公司秘書公會
- 5 香港金融管理局
- 6 香港交易及結算所有限公司
- 7 亞洲企業管治協會 (Asian Corporate Governance Association)

英國

- 1 會計準則委員會 (Accounting Standards Board)
- 2 財務匯報局 (Financial Reporting Council)
- 3 財經事務局，上市事務局 (Financial Services Authority, Listing Authority)

美國

- 1 環球企業管治研究中心會議理事會 (The Conference Board, Global Corporate Governance Research Center)
- 2 美國全國企業董事協會 (National Association of Corporate Directors)
- 3 美國證券管理委員會 (United States Securities and Exchange Commission)
- 4 光輝國際 (Korn/Ferry International)

澳洲

- 1 澳洲證券交易所 (Australian Stock Exchange)
- 2 澳洲公司董事學會 (Australian Institute of Company Directors)
- 3 澳洲執業會計師公會 (CPA Australia)
- 4 企業管治及會計政策部庫務組 (The Treasury, Corporate Governance and Accounting Policy Division)

馬來西亞

- 1 吉隆坡證券交易所 (Kuala Lumpur Stock Exchange)
- 2 馬來西亞企業管治學會 (Malaysian Institute of Corporate Governance)

註釋

1. 承蒙各機構的代表接受訪問，我們謹此致謝。
2. 我們由於時間限制，未能安排訪問台灣及新加坡的企業管治專家。我們進行的文獻搜查顯示，就算能訪問他們，結果不會與本報告其他訪問結果相異。

附錄 2
詳細比較各主要國際企業管治報告的建議

	英國 《Cadbury 報告》 (1992)	英國 《Hampel 報告》 (1998)	美國 通用汽車公司《主要企 業管治事宜指引》 (2001)	加拿大 《Dey 報告》 (1994)	《經濟合作及發展組織 原則》 (1999)
1. 董事會					
1.1 董事會組合	所有董事會要由最少三位非執行董事組成，其中一位可以是公司的主席，但條件是他或她不是行政領導。此外，三位成員中兩位應為獨立人仕。	董事會應平衡執行董事及非執行董事(包括獨立非執行董事)的比例，確保個人或由個別人仕組成的小圈子不能控制董事會的決策。 董事會要有效運作，非執行董事的人數應佔董事會成員人數最少三分之一。大多數的非執行董事須為獨立人仕。	董事會大多數成員須為獨立董事。	董事會的大多數成員應由合乎無關係董事資格的人仕出任。	董事會應有足夠的非執行董事。
1.2 董事會規模	---	---	近年，董事會的成員人數平均為 15 人。如果有需要，董事會的規模會較大。	每個董事會應檢討本身的規模，目標是決定成員人數對效能的影響，並在適當時候推行計劃削減董事人數至有利於作出有效決策。	---

附錄 2 (續)

	英國 《Cadbury 報告》 (1992)	英國 《Hampel 報告》 (1998)	美國 通用汽車公司《主要企 業管治事宜指引》 (2001)	加拿大 《Dey 報告》 (1994)	《經濟合作及發展組織 原則》 (1999)
1.3 主席	負責: <ul style="list-style-type: none"> 董事會的運作 平衡成員組合, 然後由董事會及股東通過 確保所有有關問題已納入議程 確保所有董事履行各自的責任。 	負責: <ul style="list-style-type: none"> 董事會的運作 平衡成員組合, 然後由董事會及股東通過 確保所有有關問題已納入議程 確保所有董事履行各自的責任。 	---	負責: <ul style="list-style-type: none"> 為董事會議訂定議程。 組織有助董事會討論議程的資料, 並適時地為董事提供這些資料。 	主席的核心角色是確保其企業獲得有效的管治, 並負責董事會的有效運作。
1.4 行政總裁的雙重角色	由於主席的角色重要, 並具有特殊性質, 故此原則上不應兼任行政總裁。如果兩個職位由同一人出任, 權力將相當集中。 如果主席同時出任行政總裁, 董事會須有強大及獨立的組成部分, 並有一位公認的資深成員。	建議區分主席及行政總裁的角色。如果公司決定將兩個職位合併, 必須提出理由。 必須在年報內列出一位資深獨立非執行董事的名字。	董事會並沒有訂定政策處理應否區分主席及行政總裁的角色, 以及如果要區分角色, 應否從非僱員的董事或僱員中選出主席。	確保董事會可獨立於管理層運作的適當結構是 <ul style="list-style-type: none"> 委任不屬於管理層的人仕出任董事會的主席, 其責任是要確保董事會履行責任或 採取其他方法, 包括將這責任授予董事會屬下委員會, 例如管治委員會; 或授予一位董事 (有時被稱為領頭董事)。 	在單一化的董事會系統下, 普遍採用區分行行政總裁及主席兩個角色的方法來確保適當的權力平衡, 增加問責性及提高董事會作出獨立決策的能力。

附錄 2 (續)

	英國 《Cadbury 報告》 (1992)	英國 《Hampel 報告》 (1998)	美國 通用汽車公司《主要 企業管治事宜指引》 (2001)	加拿大 《Dey 報告》 (1994)	《經濟合作及發展組織 原則》 (1999)
1.5 角色及功能	<ul style="list-style-type: none"> • 全面及有效地管理公司及監管行政管理工作。 • 就公司的狀況提供平衡及容易理解的評估。 • 防範及偵察斯詐及其他非法行為。 	<ul style="list-style-type: none"> • 有效帶領及管理公司。 • 維護及提高股東的投資。 • 決定公司的董事會策略，並確保切實執行。 	<ul style="list-style-type: none"> • 以股東的利益為大前提管理企業。 • 監管管理層政策及決定的效能。 	<p>負責企業的管理：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 採取一個策略性的計劃步驟。 • 找出業務的基本風險，並確保推行適當的系統管理這些風險。 • 繼任的安排，包括委任、培訓及監察管理高層。 • 企業的溝通政策。 • 企業的內部控制及管理資訊系統的誠信。 • 每個董事會都應負責或委任由董事組成的委員會，訂定企業對管治問題的一般責任。 	<ul style="list-style-type: none"> • 檢討及領導企業策略、主要的工作計劃、風險政策、年度預算及業務計劃。 • 訂定、監察及履行業績目標。 • 監察主要的資本開支、購置及脫鈎。 • 甄選、補償、監管撤換主要行政人員，並監察繼任方案。 • 檢討主要行政人員及董事會成員的薪酬，並確保董事會的提名過程按照規定進行及具有透明度。 • 處理管理層、董事會成員及股東間可能發生的利益衝突。 • 確保企業的會計及財務匯報系統 (包括獨立審計) 具有誠信，並有適當的控制系統。

附錄 2 (續)

	英國 《Cadbury 報告》 (1992)	英國 《Hampel 報告》 (1998)	美國 通用汽車公司《主要企 業管治事宜指引》 (2001)	加拿大 《Dey 報告》 (1994)	《經濟合作及發展組織 原則》 (1999)
1.5 角色及功能	---	---	---	<ul style="list-style-type: none"> 董事會應通過，或與行政總裁一起訂定行政總裁要負責履行的企業目標。 	<ul style="list-style-type: none"> 監察董事會依循的企業管治措施的效用，並根據需要作出修訂。 監察資料披露及溝通的過程。
1.6 法律責任及職責	所有董事要為董事會的行動及決定負上同等的法律責任。	董事的基本法律責任是以公司利益為大前提，秉誠及適當地小心行事。他們要向公司負責，亦即向全體股東負責。	---	<p>Dey 委員會認為要求董事負上個人法律責任可有效影響企業操守；委員會亦關注超過適度的個人法律責任對有效董事會組織的影響。</p> <p>董事及僱員應以企業的最佳利益為大前提秉誠行事，並要按照一個合理審慎的人仕在類似環境般謹慎、努力及使用技巧處事。</p>	董事會成員處事時應本於實，並要真誠，謹慎地全力以赴，而且要以公司及股東的利益為大前提。
1.7 董事會的表現	---	---	董事事務委員會負責每年向董事會報告董事會表現的評估。	董事會需要機制評估本身作為董事會的效能及個別董事的貢獻。	獨立的董事會成員可客觀地評估董事會的表現。

附錄 2 (續)

	英國 《Cadbury 報告》 (1992)	英國 《Hampel 報告》 (1998)	美國 通用汽車公司《主要企 業管治事宜指引》 (2001)	加拿大 《Dey 報告》 (1994)	《經濟合作及發展組織 原則》 (1999)
1.8 董事會會議及 出席情況	董事會應定期召開會議。	如果董事會要履行其職 責，必須定期及合理地經 常召開會議。	董事會歡迎管理高層經常 出席董事會會議。	董事會應定期召開會議， 但沒有管理層的人仕出 席。	---
1.9 董事的委任					
政策	---	委任新董事須有正式及透 明的步驟。	董事會應負責甄選本身的 成員。	---	---
任期限制	執行董事的服務合約不應 超過三年，除非是獲得股 東批准。	所有董事必須在固定時間 及最少每三年重選一次。	沒有需要訂定任期限制。 建議董事輪流出任各委員 會的成員，每五年交替一 次，但不應將這種安排制 定為政策。	建議訂定董事的最長任期 是牽強及不必要的做法。 提名委員會可提議改變董 事會的組合，將嶄新的特 色注入董事會內。	---
年齡限制	---	不建議有年齡的限制，因 為個人的能力及對公司業 務的熱誠有很大的差別。	現時的 70 歲退休年齡是 適當的。	---	---
1.10 其他有關董 事的事宜	---	---	---	無需要訂定具體指引，限 制個別人仕出任董事的數 目。	董事會成員應付出充分時 間履行職責。如果出任太 多董事會的成員，可能會 影響其表現。

附錄 2 (續)

	英國 《Cadbury 報告》 (1992)	英國 《Hampel 報告》 (1998)	美國 通用汽車公司《主要企 業管治事宜指引》 (2001)	加拿大 《Dey 報告》 (1994)	《經濟合作及發展組織 原則》 (1999)
1.11 為新任董事 提供導引	剛獲委任的董事會成員應 有權期待獲得公司事務的 導引。之後，各董事便要 自行努力履行其法律及其 其他更廣泛的職責。	剛獲委任的董事會成員應 獲得導引，以瞭解作為董 事所要負的職責。	董事會及公司應為新任董 事安排完整的導引計劃， 包括：提供背景資料，與 管理高層召開會議及巡視 公司的設施。	所有企業須為新委任的董 事會成員提供導引及培訓 計劃。計劃應包括：有機 會與專家討論董事及董事 會整體的職責；巡視設 施；與公司的僱員會面， 討論及進一步瞭解業務。	---
1.12 董事的培訓	所有董事都應該接受一些 內部或外間的培訓。 董事的培訓及發展對優良 管理有重要影響。	董事應不時接受培訓，特 別要注意有關的新法例及 規則，以及變化萬千的商 業風險。	---	---	董事接受有關新法例、規 則及商業風險的培訓，並 自願進行自我評估都是有 益的措施。
1.13 外間顧問意 見	應議定程序，讓董事在有 需要時可尋求獨立的專業 意見協助其履行責任，而 費用應由公司負責。	---	---	董事會應制定一個系統， 讓個別董事在適當的情況 下尋求外間的顧問意見， 費用由公司負責。	---

附錄 2 (續)

	英國 《Cadbury 報告》 (1992)	英國 《Hampel 報告》 (1998)	美國 通用汽車公司《主要企 業管治事宜指引》 (2001)	加拿大 《Dey 報告》 (1994)	《經濟合作及發展組織 原則》 (1999)
1.14 取閱資訊	非執行董事與執行董事應有同等權利取閱資訊。 董事會應定期檢討為董事提供的資訊形式及範圍。	應適時地為董事會提供高質素的資訊。	董事會成員可取閱管理層所有資訊。 在董事會召開會議前，有助董事會瞭解業務的資訊及數據應以書面方式分發予董事會。	---	董事會成員應取閱準確、相關及適時的資訊，以便履行其職責。
1.15 接觸公司秘書	所有董事應可獲得公司秘書的意見及服務。公司秘書要向董事會負責，確保各方面遵守董事會的程序及適用的規定及規則。	---	---	---	---
2. 董事會 – 資料披露					
2.1 匯報的職責	<ul style="list-style-type: none"> 應在年報及帳戶報表內概略陳述董事的職責，與核數師陳述職責的部分並列。 董事應在年報內聲明公司將持續經營，並提供所需的假設或條件。 	<ul style="list-style-type: none"> 應在年報內陳述公司如何根據本身的特有狀況應用有關原則。 	---	應在企業的年報或通告內陳述企業管治措施。討論的事項包括： <ul style="list-style-type: none"> 董事會的責任及目標； 董事會的組合； 	適時及準確地披露各方面事宜： <ul style="list-style-type: none"> 公司的財務及運作業績； 公司的目標； 股份的主要擁有者及投票權；

附錄 2 (續)

	英國 《Cadbury 報告》 (1992)	英國 《Hampel 報告》 (1998)	美國 通用汽車公司《主要企 業管治事宜指引》 (2001)	加拿大 《Dey 報告》 (1994)	《經濟合作及發展組織 原則》 (1999)
2.1 匯報的職責	<ul style="list-style-type: none"> • 上市公司必須在年報及帳戶報表內陳述是否有遵守《守則》，並指出沒有遵守那一部份守則及交代原因。 	---	---	<ul style="list-style-type: none"> • 如果董事會的主席沒有與管理層區分，有助董事會運作的結構及程序必須獨立於管理層； • 列出董事會屬下各委員會； • 列出需要先經董事會批准的決定； • 招聘新董事的步驟及其他促進業績的措施； • 獲取股東意見及處理股東關注事項的措施； • 董事會對管理層的期望。 	<ul style="list-style-type: none"> • 董事會的成員及主要的行政人員，以及他們的薪酬； • 實質上可預測的風險因素； • 有關僱員及利益關聯人仕的實質事宜； • 企業管治的結構及政策。
2.2 董事的利益	應在董事報告內披露與各董事相關的利益。	---	---	---	---

附錄 2 (續)

	英國 《Cadbury 報告》 (1992)	英國 《Hampel 報告》 (1998)	美國 通用汽車公司《主要企 業管治事宜指引》 (2001)	加拿大 《Dey 報告》 (1994)	《經濟合作及發展組織 原則》 (1999)
3 (獨立)非執行董事					
3.1 獨立的定義	<p>獨立的意思是：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 獨立於管理層；及 • 沒有任何業務或其他關係可實際影響他們行使獨立的判斷力。 <p>由董事會本身根據個別情況決定是否符合這定義。</p>	<p>獨立的意思是：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 獨立於管理層；及 • 沒有任何業務或其他關係可實際影響他們行使獨立的判斷力。 	<p>通用汽車公司的附例 2.12 給獨立董事下定義。</p> <p>通用汽車公司的附例 2.12 (c) 規定： 獨立董事應：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 在投票決定董事提名的周年大會前五年沒有及不會出任該公司或其聯營公司的行政職位； • 不是該公司或其附屬公司的主要顧問(或隸屬於為該公司提供服務的機構)； • 與該公司或其附屬公司的主要客戶或供應商沒有關係； • 與該公司或其附屬公司沒有重要的個人服務合約； 	<p>無關係的董事：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 獨立於管理層，及 • 沒有任何利益及商業或其他關係，可能或合理地被認為可以實際影響董事行事符合公司最佳利益的能力，而這並不包括持有股份帶來的利益及關係。 	<p>獨立的意思是：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 不是公司的僱員。 • 與公司或管理層沒有密切的關係(經濟、家族或其他)。 • 但他們可以是股東。

附錄 2 (續)

	英國 《Cadbury 報告》 (1992)	英國 《Hampel 報告》 (1998)	美國 通用汽車公司《主要企 業管治事宜指引》 (2001)	加拿大 《Dey 報告》 (1994)	《經濟合作及發展組織 原則》 (1999)
3.1 獨立的定義	---	---	<ul style="list-style-type: none"> 與接受該公司或其附屬公司捐款的獲豁免繳稅機構沒有關係；及 以上所述人士的配偶、父母、兄弟姊妹或兒女。 	---	---
3.2 角色及功能	<p>非執行董事應：</p> <ul style="list-style-type: none"> 檢討董事會及行政人員的表現。 於潛在衝突發生時帶頭解決問題。有些時候，管理層與公司較廣泛的利益可能有分歧，例如：收購、董事繼任或董事薪酬。 為策略、業績、資源，包括重要職位的委任及操守水平提供獨立的判斷。 	<p>非執行董事應：</p> <ul style="list-style-type: none"> 具有策略上及監管的功能。 協助發展公司的策略。 提供管理層缺乏的寶貴技能。 作為較缺乏經驗的行政人員的導師。 非執行董事的才幹要令行政人員信服，才可以團結把業務辦好，提高公司的利益。 	<p>獨立董事應：</p> <p>就企業管治事宜作出決定。</p>	<p>無關係的董事應：</p> <p>行使獨立的判斷力。</p>	<p>獨立非執行董事應：</p> <ul style="list-style-type: none"> 為董事會的決策作出重要貢獻。 客觀評估董事會及管理層的表現。 如果管理層、公司及股東的利益有分歧(例如：行政人員的薪酬，繼任計劃，企業控制轉變，收購防禦，大規模的購置及審計職能)獨立非執行董事便肩負重要角色。 為市場參與者的利益提供額外的保障。

附錄 2 (續)

3.3 其他	<p>英國 – 《Cadbury 報告》</p> <p><u>委任及退休</u></p> <p>非執行董事應有一定的任期，不應自動連任。 委任非執行董事應由整個董事會負責。 建議由提名委員會負責甄選程序。</p> <p><u>其他</u></p> <p>如果非執行董事留任董事會的時間過長，可能變得沒有那麼獨立。故此，非執行董事的任期應有限制。</p> <p>加拿大 – 《Dey 報告》</p> <p><u>資料披露</u></p> <p>企業有責任披露其董事會的大多數成員是否無關係董事，而如果企業有一位大股東，須披露董事會是否由適當數目與企業或大股東沒有關係的董事組成。</p>
--------	--

附錄 2 (續)

	英國 《Cadbury 報告》 (1992)	英國 《Hampel 報告》 (1998)	美國 通用汽車公司《主要企 業管治事宜指引》 (2001)	加拿大 《Dey 報告》 (1994)	《經濟合作及發展組織 原則》 (1999)
4. 內部控制	董事須確保公司有適當的內部控制系統。 董事會應匯報公司內部控制系統的效能。	董事會應維持一個穩健的內部控制系統，以保障股東的投資及公司的資產。	---	---	---
5. 外聘審計	董事會應確保公司與核數師保持客觀及專業的關係。 建議完全披露付給核數公司的非審計工作費用。 應安排定期更換審計的伙伴，為審計工作帶來新的處理方法。	董事會應有正式及具透明度的安排，與公司的核數師建立適當的關係。 外聘核數師應獨立地向股東匯報，並向董事會保證會根據法例及專業規定履行職責。 公司的審計委員會應檢討外聘核數師提供的非審計服務。	---	---	應由獨立的核數師進行年度審計，以便為制定財務報表的方法及形式提供外間及客觀的保證。
6. 其他					
財務匯報	董事應在年報及帳戶報表內聲明公司將持續經營，並提供所需的假設或條件。	董事會應就公司的狀況及前境，提供一個中肯及容易理解的評估。	---	---	---

附錄 3
Gul 及 Leung (2002) 研究所採用的自願資料披露屬性特質

背景資訊
提供有關企業目標的陳述
提供有關企業策略的全面報告
討論年度內爲了達致目標所採取的行動
討論來年將採取的行動
討論競爭環境
討論競爭對現有盈利的影響
提供業務的整體狀況
列舉主要的產品
描述產品的具體特色
討論主要的市場
描述市場的具體特色
業績資訊
資產報酬率或提供充分的資訊供計算
淨毛利或提供充分的資訊供計算
資產周轉率或提供充分的資訊供計算
股東權益報酬率或提供充分的資訊供計算
財務重點
比較先前預測的收益與實際收益
比較先前預測的營業額與實際營業額
預測未來的利潤
預測未來的營業額
營業額的改變
經營收入的改變
毛利的改變
毛利佔營業額百分比的改變
銷售及行政支出的改變
利息費用或利息收入的改變
淨收益的改變
存貨的改變
資本支出或研究與開發費用的改變
非財務的資訊
僱員的人數
僱員培訓
企業經營的日程表
營運的詳情
加強效能的措施
產品類別分析
地域分類分析
司庫管理
稅務管理
財務分析
退休金的估值
環保措施
ISO 或其他獎項
Y2K 問題
計劃的進度
討論影響未來營業額/收益的機會
討論未來營業額/收益面對的風險

附錄 4
各司法管轄區的法律及規管架構調查

	香港	英國	美國	澳洲	馬來西亞	台灣	新加坡
公司							
有關法例	《公司條例》	《公司法令》(1985)	個別州份的企業法	2001 年的《公司法》	《公司法令》(1965) 《公司規例》(1966)	《公司法》(1929)	《公司法令》(1994)
制定/政策機構	公司註冊處	工商處 (Department of Trade and Industry) 公司處 (Companies House)	個別州份	澳洲證券事務及投資監察委員會 (Australian Securities and Investment Commission)	公司註冊處	經濟部	公司及商業註冊處 (Registrar of Companies and Businesses)
執行機構	公司註冊處	工商處 公司處	個別州份	澳洲證券事務及投資監察委員會	公司註冊處	經濟部	商業事務處 (Commercial Affairs Department)
上市公司							
有關法例	《證券及期貨條例》(證券及期貨事務監察委員會) 香港交易所的《上市規則》	《金融證券及市場法令》(Financial Securities and Markets Act) (2000) 英國上市監督的《上市規則》適用於倫敦證券交易所	1933 年的《證券法令》 1934 年的《證券交易法令》	2001 年的《澳洲證券監察法令》	《證券事務監察委員會法令》(1993) 《證券業法令》(1983) 《期貨業法令》(1983)	《證券及交易法例》(1968) 《證券及交易法例執行條例》(Enforcement Rules of the Securities & Exchange Law) (1988)	《證券業法令》(1986) 《證券及期貨業法令》(2001)
制定/政策機構	證券及期貨事務監察委員會 香港交易所	金融事務局 (Financial Services Authority)	證券管理委員會	澳洲證券事務及投資監察委員會 企業管治及會計政策部車務組 (Corporate Governance and Accounting Policy Division of the Treasury) (政策顧問)	證券事務監察委員會	證券暨期貨管理委員會 (財政部)	新加坡金融管理局 (MAS)
上市監督機構	香港交易所	英國上市監督 (由金融事務局負責)	紐約證券交易所、美國全國證券交易商自動報價協會/或稱納斯達克、美國證券交易所各負責本身的上市規定	澳洲證券交易所	吉隆坡證券交易所負責《上市規則》	台灣證券交易所負責《上市規則》	新加坡證券交易所負責《上市手冊》，以及《證券業法令》要求遵守的事項。
證券交易所	香港交易所	倫敦證券交易所	紐約證券交易所、美國全國證券交易商自動報價協會、美國證券交易所	澳洲證券交易所	吉隆坡證券交易所	台灣證券交易所	新加坡證券交易所
執行機構	香港交易所 證券及期貨事務監察委員會	金融事務局 (負責《金融證券及市場法令》及金融事務局的規則) 工商處 (負責《公司法令》)	證券管理委員會	澳洲證券事務及投資監察委員會 澳洲證券交易所	證券事務監察委員會 吉隆坡證券交易所	台灣證券交易所	新加坡證券交易所

附錄 5
不同司法管轄區對企業管治資料披露的規管要求

普通法的司法管轄區	
香港	香港聯合交易所的《主板上市規則》附錄 14〈最佳應用守則〉規定上市公司在其年報內匯報是否有遵守該守則。如果公司沒有遵守，必須交代原因。
英國	倫敦證券交易所的《上市規則》12.43A 要求公司發表陳述聲明，列出其如何履行《綜合守則》第一節所列的原則，並詳加解釋，讓股東可以適當地評估公司如何應用這些原則。另一方面要陳述遵守的程度，以及在會計期間內有沒有履行《綜合守則》第 1 節所列的原則；如果沒有遵守，必須交代原因。
美國	沒有規定
澳洲	澳洲證券交易所《上市規則》4.10.3 要求上市公司在年報內陳述所採取的主要企業管治措施。
馬來西亞	吉隆坡證券交易所的《上市規則》15.26 規定上市公司在年報內陳述如何應用列在《馬來西亞企業管治守則》第一節所列的原則；以及陳述遵守該守則第二節所列的《最佳慣例》的程度，並交代沒有遵守的原因。
新加坡	新加坡《上市規則》912 (4) 規定： (a) 如果上市公司在 2003 年 1 月 1 日前召開年會，除非符合以下(b)段的要求，否則必須在年報內就有關審計委員會事宜，交代可有及如何遵守《最佳應用指引》，並充分披露其企業管治程序及作業活動。 (b) 如果上市公司在 2003 年 1 月 1 日或之後召開年會，必須在年報內具體參照《企業管治守則》(《守則》)陳述其企業管治措施。公司亦須在年報內披露在哪一方面沒有遵守《守則》，並提出適當解釋。
民事法的司法管轄區	
台灣	沒有規定

附錄 6
比較不同司法管轄區對董事會常規的規管規定

		香港	英國	美國	澳洲	馬來西亞	台灣	新加坡
1	董事會組合	主板及創業板 最少兩位 INED。	最少三分之一是 NED，其中大多 數為獨立人仕。 (LR)	沒有規定，但 要求成立由最 少三位獨立董 事組成的審計 委員會。(LR)	---	最少兩位董事或三分 之一是 INED。(LR)	公司申請上市 時最少要有三 分之一是 INED。(LR)	最少三分之一是 INED 。(CCG)
2	董事會規模	---	---	---	---	---	-最少兩位董 事。 -最少兩位監察 人(法律規定)	最少兩位。(法律規 定)
3	主席	---	---	---	---	---	---	獨立於管理層。 (CCG)
4	行政總裁雙重 身份	---	要公開解釋為何 決定將兩個角色 合併。(LR)	---	---	要公開解釋為何決定 將兩個角色合併。 (CCG)	---	應區分兩個角色。 (CCG)
5	董事會會議及 成員出席情況	主板 每年最少兩次。 創業板 每年最少四次。	---	必須披露召開 會議的次數及 董事的出席情 況。(LR)	---	---	---	---
6	董事的任期限 制	---	獲選/重選之間最 長是三年。(LR)	獲選/重選之間 最長是三年。 (LR)	如果有的話必 須披露。(LR)	-個人獲選/重選之間 最長是三年。 -每年應進行選舉。 (LR/CCG)	獲選/重選之間 最長是三年。 (LR)	獲選/重選之間最長是 三年。(CCG)
7	董事的年齡限 制	---	---	---	如果有的話必 須披露。(LR)	---	---	七十歲。(法律規定)

NED 非執行董事
INED 獨立非執行董事
HKMA 香港金融管理局
LR 《上市規則》

CCG 《企業管治守則》(新加坡及馬來西亞)
(上市公司必須遵守這些建議，或交代沒有遵守的原因)
SEC 證券管理委員會(美國)

附錄 6 (續)

		香港	英國	美國	澳洲	馬來西亞	台灣	新加坡
8	為新任董事提供導引	剛獲委任的董事應獲充分的指示及介紹。(LR)	---	---	---	---	---	新獲委任的董事會成員應接受適當的培訓。(CCG)
9	外間的顧問意見	INED 應可利用外間的專業意見，費用由公司負責。(LR)	董事應可利用外間的專業意見，費用由公司負責。(LR)	---	---	董事應可利用外間的專業意見，費用由公司負責。(LR/CCG)	---	董事應可利用外間的專業意見，費用由公司負責。(CCG)
10	取閱董事資訊	所有董事，包括執行及非執行都有權取閱董事會的文件及資料。如果非執行董事提出質詢，必須盡快提供完備的回應。(LR)	應為董事會提供適時的資訊，內容及質素要有助其履行責任。(LR)	---	---	---	---	-應在董事會召開會議前持續地為董事會成員提供完整、充足及適時的資訊。 -管理層有責任適時地為董事會提供完整及充分的資訊。(CCG)
11	接觸公司秘書	---	所有董事應可獲得公司秘書的意見及服務。(LR)	---	---	---	---	所有董事應可獲得公司秘書的意見及服務。(CCG)

NED 非執行董事
 INED 獨立非執行董事
 HKMA 香港金融管理局
 LR 《上市規則》

CCG 《企業管治守則》(新加坡及馬來西亞)
 (上市公司必須遵守這些建議，或交代沒有遵守的原因)
 SEC 證券管理委員會(美國)

附錄 6 (續)

		香港	英國	美國	澳洲	馬來西亞	台灣	新加坡
12	披露董事及高級管理人員的個人資料	-姓名及資歷。 -簡單的個人資料 -披露有沒有董事是有關係的。(法律及 LR 規定)	參加選舉或重選的董事姓名，並要附有個人資料。(LR)	-所有董事的姓名及年齡。 -商業經驗。 -披露有沒有董事是有關係的。(SEC/LR)	-年齡。 -資歷及經驗。 -披露董事是作為提名人，抑或是某些股東的代表。(LR)	-姓名、年齡、國籍、資歷。 -經驗及職業。 -首次獲委任的日期。 -參與董事會屬下哪些委員會的工作。 -在其他公眾公司出任董事。 -與董事及/或大股東有沒有家屬關係。 -與公司有沒有利益衝突。 -如果有的話，過去十年間所犯的罪行(交通罪行除外)。(CCG)	---	-學術及專業資歷。 -在公司及其附屬公司的持股量。 -參與董事會屬下哪些委員會的工作。 -首次獲委任的日期。 -上一次參與重選的日期。 -過往三年出任上市公司董事或主席的資料。(LR)
13	披露董事屬執行抑或非執行董事	披露董事屬執行抑或非執行董事，以及誰為獨立人仕。(法律規定)	披露董事屬執行抑或非執行董事，以及誰為獨立人仕。(LR)	---	披露董事屬執行抑或非執行董事，以及誰為獨立人仕。(LR)	披露董事屬執行抑或非執行董事，以及誰為獨立人仕。(LR)	---	披露董事屬執行抑或非執行董事，以及誰為獨立人仕。(CCG)

NED 非執行董事
INED 獨立非執行董事
HKMA 香港金融管理局
LR 《上市規則》

CCG 《企業管治守則》(新加坡及馬來西亞)
(上市公司必須遵守這些建議，或交代沒有遵守的原因)
SEC 證券管理委員會(美國)

附錄 7
比較不同司法管轄區內會計專業的規管架構

國家/地區	香港	英國	美國	澳洲	馬來西亞	台灣	新加坡
主要專業團體	香港會計師公會	<ul style="list-style-type: none"> • 英格蘭和威爾士特許會計師公會 • 愛爾蘭特許會計師公會 • 蘇格蘭特許會計師公會 	美國執業會計師公會	<ul style="list-style-type: none"> • 澳洲特許會計師公會 • 澳洲執業會計師公會 	馬來西亞會計師公會	中華民國會計師公會全國聯合會	新加坡註冊會計師公會
法例編制	《專業會計師條例》	《英皇制誥》	不適用	《英皇制誥》	馬來西亞的《會計師法令》	修訂後的《會計法》	新加坡的《會計師法令》
自行規管	是	是	是	是	是	是	是
制度標準	香港會計師公會	<ul style="list-style-type: none"> • 會計準則委員會 • 審計準則委員會 	財務會計準則委員會	澳洲會計準則委員會	馬來西亞會計準則委員會	財務會計準則委員會	新加坡註冊會計師公會
監管組織	不適用	財務匯報檢討小組	公眾監管委員會	財務匯報局	不適用	不適用	註冊會計師委員會

附錄 8
各項調查的概要

Country	澳洲		馬來西亞		新加坡	台灣
調查名稱	Korn/Ferry International “Board of Directors Study in Australia and New Zealand 2000”	Ernst & Young: “Corporate Governance Survey”	PricewaterhouseCoopers/ KLSE “Corporate Governance: 1998 Survey of Public Listed Companies”	PricewaterhouseCoopers Malaysia “Board of Directors: A Survey on Remuneration and Practices 2001”	Singapore Institute of Directors/Egon Zehnder International “Singapore Board of Directors Survey 2000”	Chen (2000): “Study of Effective Exercise by Exterior Directors and Supervisors of Listed Companies”
年份	2000	1999	1998	2001	2000	1998 年數據
抽樣規模	238	112	304	114	102	403
抽樣來源	公開上市、沒有上市	首 200 大上市公司	在吉隆坡證券交易所上市的公司	在吉隆坡證券交易所上市的公司及個別董事	在新加坡證券交易所上市的公司	在台灣證券交易所上市的公司
樣本中公司的類型	各類型機構及規模	所有行業	所有行業	所有行業	所有行業	N/A
參與	自願	N/A	自願	自願	自願	N/A
回應率	N/A	N/A	42%		26%	N/A
行政總裁雙重身份	11%	N/A	40%	13%	71%	N/A
如果沒有行政總裁雙重身份，主席維持獨立	N/A	N/A	38%	N/A	N/A	N/A
董事會的規模	N/A	N/A	8	8	7	N/A
執行董事的人數	N/A	N/A	3	3	3	N/A
非執行董事或獨立非執行董事的人數	N/A	N/A	5	5	4	N/A
獨立非執行董事的人數	N/A	N/A	2-3	3	N/A	N/A
董事會有沒有獨立非執行董事	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	68%
董事會每年召開會議的次數	N/A	N/A	4	N/A	N/A	N/A

N/A: 沒有資料

附錄 8 (續)

國家	澳洲		馬來西亞		新加坡	台灣
其他	<p>董事背景的排序：</p> <ul style="list-style-type: none"> -會計 (17%) -財經及資訊科技 (11%) -銀行/工程 (10%) <p>將目標排序：</p> <ul style="list-style-type: none"> -長遠策略 -向股東負責 -業績 -檢討及甄選行政總裁 	<p>澳洲證券交易所規定公司作出企業管治的披露。所有公司必須披露某些資料，但披露的範圍有很大的差別。</p>	N/A	<p>董事背景的排序：</p> <ul style="list-style-type: none"> -律師 (40%) -工程師 (34%) -會計師 (16%) -財經 (15%) 	<p>接受調查的公司中，44%為新任董事提供內部的培訓。</p>	N/A

N/A: 沒有資料

附錄 8 (續)

國家	英國		美國		
調查名稱	Korn/Ferry International “European Board of Directors Study 1998”	Heidrick & Struggles International “Is Your Board Fit for the Global Challenge”	Korn/Ferry International “26 th Annual Board of Directors Study”	Korn/Ferry International “27 th Annual Board of Directors Study”	Korn/Ferry International “28 th Annual Board of Directors Study”
年份	1998	1999	1999	2000	2001
抽樣規模	450 (157 家英國公司)	N/A	N/A	917	902
抽樣來源	N/A	金融時報 100 指數的首 40 大公司	《財富》榜的上市公司	《財富》榜的上市公司	《財富》榜的上市公司
樣本中公司的類型	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
參與	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
回應率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行政總裁雙重身份	28%	N/A	N/A	N/A	N/A
如果行政總裁有雙重身份，便委任領頭董事	N/A	N/A	30%	30%	32%
董事會的規模		14	11	11	11
執行董事的人數	52%		2	2	2
非執行董事或獨立非執行董事的人數	48%	N/A	9	9	9
獨立非執行董事的人數	N/A	最少佔董事會的三分之一	N/A	N/A	N/A
董事會有沒有獨立非執行董事	N/A		N/A	N/A	N/A
董事會每年召開會議的次數	N/A	10	N/A	N/A	N/A
其他	很多公司表示有計劃在未來五年區分行政總裁/主席的角色。	企業管治的水平比歐洲好，但仍需改善。 大規模的公司通常都完全遵守《綜合守則》。	N/A	N/A	91%的董事會有其他公司的退休行政總裁。

N/A: 沒有資料

附錄 8 (續)

國家	美國	
調查名稱	The Conference Board “Director’s Compensation and Board Practices in 2000”	Russell Reynolds Associates and the Investor Responsibility Research Center “1999-2000 Board Practices Survey – The Structure and Compensation of Boards of Directors of US Public Companies”
年份	2000	2000
抽樣規模	2322 位個別人士/754 家公司	1202
抽樣來源	美國企業秘書協會成員	標準普爾 Super Composite 1500 指數
樣本中公司的類型	製造、財經及服務業的公司	所有行業
參與	自願	N/A
回應率	N/A	N/A
行政總裁雙重身份	68%	75%
如果行政總裁有雙重身份，便委任領頭董事	4%	2%
董事會的規模	9-12	4-32, 大多數為 5-16
執行董事的人數	2	72% 有一或兩位執行董事，其餘的有三位或以上
非執行董事或獨立非執行董事的人數	7-10	N/A
獨立非執行董事的人數	N/A	N/A
董事會有沒有獨立非執行董事	N/A	80% 的董事會的大多數成員是獨立非執行董事
董事會每年召開會議的次數	6	N/A
其他	N/A	N/A

N/A: 沒有資料

附錄 9
各司法管轄區的企業管治最新發展

司法管轄區	最新發展	參考章節
香港	<p>2002</p> <ul style="list-style-type: none"> • 香港特區政府宣佈計劃採用公司法改革常務委員會的建議。建議包括一系列有關企業管治的事宜。(Dow Jones Newswires, October 2001) • 香港交易所在 2002 年 1 月發表了的顧問報告「有關企業管治事宜的上市規則修訂建議」。 • 香港證券及期貨事務監察委員會提出要對董事的失實陳述加強懲罰。(Financial Times, March 2002a) • 香港會計師公會公佈措施，改善香港會計專業的規管的問責性及透明度。措施包括：容許公眾及媒體出席紀律聆訊；並與香港聯合交易所就規管核數師及其他會計事宜達成協議。(SCMP, April 15, 2002) 	<p>5.2.9</p> <p>5.2.10</p>
英國	<p>2001</p> <p>商業及工業處於 2001 年完成對公司法改革的回顧及發表了最後提議，包括：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 有關董事及其責任，與及股東及其權益之提議，和 • 支持現時《綜合守則》所採用的《上市條例》「符合或解釋」的方式。 <p>2002</p> <ul style="list-style-type: none"> • 於 2002 年 1 月，政府接納各專業組織的提議，其中包括英國特許公認會計師公會、特許管理會計師公會、特許公眾財務及會計師公會，英格蘭及威爾斯特許會計師公會、愛爾蘭特許會計師公會及蘇格蘭特許會計師公會 (此等公會皆為會計組織顧問委員會委員)，而其提案乃涉及監控機制的新架構，新架構的重點在於賦予各專業會計組織監察會員的責任，為新的獨立組織如會計基金會 (此基金會曾提議不接納執業會計師)、檢討委員會 (其提案為限制執業會計師的人數以確保其獨立性)、道德準則委員會、審計實務委員會、與及調查及紀律委員會 (此等委員會的專業會計師委員人數皆提議不超越 40%) 等組織設立道德準則及紀律功能。 <p>以上組織之目的是要建立一獨立條例系統監察會計專業，以增加此專業之獨立性及透明度。(詳情請參閱會計基金會之網址 http://www.accountancyfoundation.com)。</p> <ul style="list-style-type: none"> • 於 2002 年 10 月，商業及工業處發表了一份顧問文件 – 「會計專業條例規管的回顧」，並邀請各界對顧問文件中各項目提出議論。在 2002 年 7 月 24 日，政府發表了會計及審計項目協調委員會 (CGAA) 的中期報告書，CGAA 是回應美國安然事件引致企業倒閉而設立的。由於安然事件，業界及公眾皆要求對會計及審計專業的監管安排作出即時檢討。檢討之目的在於對會計及審計專業之現行監管情況作出檢討，並考慮各種可以增加此監管系統的效用的改進方法。檢討過程中以下項目均在考慮之列： <ol style="list-style-type: none"> 1. 需要何種監管功能、由誰人執行、如何提供資助、並包括如何簡化現行安排。 2. 究竟現時在專業自我監管及獨立監管之間是否取得適當之平衡，及條例是否需要立法基礎。 3. 整體上對會計專業及特別針對核數師的條例規管採納與現時不同的方案作出考慮及研究。 	<p>5.3.1</p> <p>5.3.1</p>

附錄 9 (續)

美國	<p>2001</p> <ul style="list-style-type: none"> • 將公眾監察委員會的角色擴展，以包括審計準則委員會及獨立性準則委員會。 <p>2002</p> <ul style="list-style-type: none"> • 證管會建議要適時地披露一些事項，包括即時披露關聯方交易，實質的註銷，以及董事的股份交易。 • 證管會通過新規則，要求更廣泛披露未經股東通過的認股權計劃。 • 紐約證券交易所計劃施行嶄新的企業管治規則，包括：規定上市公司必須有最少三位獨立的董事；審計、薪酬及提名等委員會的成員只可由外間董事出任；董事會委任獨立董事出任主席抑或領頭董事；董事會定期召開會議，而管理層人員無需出席 (Dow Jones Newswires, June 2002)。 • 納斯達克規定關聯方交易要獲公司的審計委員會支持；認股權計劃要經股東通過 (Financial Times, May 2002b)。 • 美國大律師公會成立了一個企業責任工作小組，檢討管治及披露系統應用於美國公眾公司的效能，並建議紐約證券交易所及納斯達克攜手發展不具約束力的企業最佳應用指引。指引不是強制執行的，但沒有遵守建議的公司必須披露原因。 • 在 2002 年 7 月 30 日，美國的喬治布殊總統簽署「沙班－岳思理草案」(Sarbanes-Oxley Act) 使其成為法例。此一新法例在眾多條例中明確規定需成立一強有力的獨立委員會，即公眾公司會計監管委員會，用以監管公眾公司的審計工作，並賦予其權力對核數師作出調查及懲罰。此法例亦針對公眾不斷增加的官威，認為報酬豐厚的顧問服務會引致核數師作出誠信妥協，而禁止核數師在他們作為公司核數師期間為其公司客戶提供接近十二項的服務。大部份的服務包括簿記、估值服務、管理功能、拍賣服務及投資意見或投資銀行服務均已在被禁之列，但此新法例增加了兩個項目 – 外判內部稽核及財務資訊系統設計。此法例亦規定每名客戶的領頭審計合伙人需每五年輪替，與及核數師在進行任何審計及非審計服務時需獲得其客戶公司之審計委員會預先批准 (HKSA, 2002)。 	5.4.6.1
澳洲	<p>2001</p> <ul style="list-style-type: none"> • 澳洲證券交易所制定新的上市規則，要求公司陳述其企業管治措施。 • 企業法經濟改革計劃依然強調企業管治的非明文規定取向。 <p>2002</p> <ul style="list-style-type: none"> • 加強澳洲證券及投資監察委員會的權力，授予更大權力監察及懲罰違反規定的行為。(Australian Financial Review, February 2002) 	5.5.2 5.5.2.1
馬來西亞	<p>2000</p> <ul style="list-style-type: none"> • 《企業管治守則》 <p>2002</p> <ul style="list-style-type: none"> • 《公司法令》的新規則禁止犯欺詐或其他罪行的董事出任董事會成員，為期五年。(The New Straits Times, January 2002) 	5.6.3
台灣	沒有新發展	
新加坡	<p>2001</p> <ul style="list-style-type: none"> • 新加坡證券交易所在 2001 年採用了《企業管治守則》，在 2003 年 1 月 1 日生效，所有上市公司必須遵守。 • 新加坡董事學會將成立一家機構，協助公司物色合資格的獨立非執行董事。(The Straits Times, November 2001a) • 上市公司由 2003 年 1 月 1 日起必須提交季度報告。(The Straits Times, October 2001b) 	5.8.3