

顧問研究報告-
因應企業管治檢討，調查國際機構投資者對
香港企業管治水平的看法

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

二零零三年五月十六日

行政摘要

本顧問簡報的主要目的是概述機構投資者對香港企業管治水平的看法。我們利用代理理論及不完備合約理論作為分析及瞭解現代企業及機構投資者角色的理論框架。代理理論假設股東和管理層之間及控權股東和少數股東之間的利益衝突將引起問題。不完備理論則假設，由於股東難以訂定合約應付公司所有突發事情，而且執行及監管這些合約亦困難重重，所以會產生問題。要控制代理問題及解決某些不完備合約問題，法律及諸如機構投資者積極主義等企業管治機制均為重要方法。

1990 年代後期，機構投資者對企業的興趣及投資日增，這情況在美國及英國尤為明顯。此外，通訊科技改善令世界一體化，加上跨境交易增加(包括國際資本市場急速增長)，令國際股票市場內的機構投資上升。一如所料，隨著機構投資額上升，機構投資者對被投資公司的企業管治及業績興趣越大。現代企業環境中，國際機構投資者主導被形容為未來企業管治單一最重要的改變及推動力。

機構投資者可能積極參與企業管治及監管有三個主要原因。第一，在被投資公司內擁有重要股權的機構投資者有動機及權力干預公司的運作，方法是透過公佈、股東議案及競爭代表權等「機構積極主義」行動。第二，機構所有權日益增大，要大量出售投資，成本可能會很高昂。第三，持有大量股份的機構投資者可作為領導，集合其他股東監管管理層的活動。這可為個人及機構投資者減低整體的監管成本。以上理論強烈推動機構投資者在企業管治方面採取主動，務求令他們的股東得到最大的投資價值。

以往的實證研究顯示機構投資者有能力促進優良企業管治措施。研究發現，機構投資者所有權較高與以下情況連上關係：高級職員薪酬水平較低；監管獎勵補償較嚴密；會計收益所提供的資料較多，即表示較少盈利管理及更重視長遠的股份價值；及對被投資公司有更多監管。但文獻內有些證據並未能明確概括機構投資者所有權與公司財務業績的關係。結果不明確可能有兩個原因。首先，機構投資者可以純粹是交易商，亦可以是投資者。第二，研究機構投資者在被投資公司內的企業管治角色時，必須兼顧既有的企業管治機制及代理問題的嚴重程度。如果沒有清楚仔細考慮這些因素，便會影響機構投資者與公司業績關係的研究結果。故此，要瞭解及評估機構投資者的角色必須先辨別機構投資者的類型及現有的企業管治文化。

Brancato 提出的機構投資者類型模式及獨特的企業管治及所有權環境，為我們研究香港的情況提供一個起始點及分析框架。我們全面回顧有關文獻，找出機構投資者的企業資訊需要。文獻回顧為我們設計的個人訪問及網上問卷調查兩個資料搜集方法提供了基礎。機構投資者的資訊需要包括：

- 財務業績
- 未來的現金流量
- 股息率
- 股票的流動性
- 股價波動
- 市場風險
- 槓杆比率
- 公司規模
- 公司成立的年期
- 在證券交易所上市的年期
- 跨境上市
- 帳面值跟市值比例
- 交易成本
- 財務報告的質素及資料披露

- 可取得的資訊
- 企業策略
- 管理的質素
- 審計質素
- 保守主義
- 社會或人力資源的資料披露
- 企業管治的水平

我們訪問了 11 位機構投資者及 2 位投資銀行家。他們指出，管理層誠信所反映的管理層質素是影響投資決定最重要的因素。他們認為，如果被投資公司的管理質素高，制定的企業管治機制會相應地更為有效。另一方面，如果管理質素不可靠，任何的企業管治機制都只是虛有其表，沒有實質效用。沒有太多受訪者認為企業管治對他們的投資決定有重要影響。他們知道其重要性，但沒有明確列入任何評估標準內一併考慮。大多數受訪者認為，優良企業管治單一的重要機制是獨立非執行董事的質素。如果這些董事未能有效發揮其角色及功能，公司便無優良企業管治可言。由於香港的商業社會「關係密切」，特點是有大量家族公司，許多受訪者都質疑是否有「真正獨立」的非執行董事。影響他們投資決定的非常重要因素包括：過往和未來的財務業績；未來的現金流量；財務報告的資料披露質素及企業策略。大部份回應者指出，香港的家族所有權妨礙優良企業管治發展。由於董事會由有控制權的家族主導，就算獨立非執行董事願意有效地發揮功能，亦可能遇到困難。他們在許多公司內跟有控制權的家族或許沒有關係，但由於是經主席或行政總裁委任，可能會受其支配。所有受訪者均認為，企業管治長遠來說可改善公司的業績，他們願意為有較優良企業管治的公司付出溢價。不過，他們亦會考慮投資於企業管治未達國際水平的公司，只要所獲的回報足以彌補較低的企業管治水平。

大部份回應者並沒有積極參與監管被投資公司。回應者認為應該賦予證監會更大權力，調查不遵守企業管治指引的公司，但不可以將企業管治立法或加以規管。所有回應者均支持香港推行企業管治改革。

訪問及網上問卷調查得到的結果大致上互相吻合。兩組回應者均認為影響他們投資決定的最重要因素是管理質素，財務報告(包括註釋)的內容，企業策略及未來的財務業績。股價波動被評為重要因素，而頗為重要的因素則是交易成本及帳面值跟市值比例。不重要的因素包括了企業的社會責任資料披露及在證券交易所上市的年期。但兩組回應者有些看法並不那麼一致。接受訪問的受訪者把交易流動性列為重要因素，而問卷的回應者則認為這是影響他們投資決定的其中一個最重要因素。至於審計質素，受訪者認為這只屬於頗為重要，但問卷回應者卻將其列為最重要因素之一。另一方面，過往的財務業績及未來的現金流量是兩項影響受訪者投資決定的最重要因素，但問卷回應者只將它們評為重要。槓桿比率、市場風險及股息率等因素亦有同樣情況，受訪者將它們評為重要，但問卷回應者認為它們頗為重要。雖然兩組回應者對這些因素的重要性看法不大一致，但沒有嚴重分歧或完全相反的意見，而調查得出的結果大致上互相吻合。

受訪者一般認為企業管治是影響他們投資決定的頗重要因素。其中一點要留意的是，我們將企業管治的概念分拆成多個問題，詳細探討各個企業管治機制，並要求回應者逐一評估這些機制如何影響他們的投資決定。結果顯示，問卷回應者一般認為影響投資決定的兩個最重要因素是獨立非執行董事的獨立性及投資者與被投資機構溝通；而董事股份所有權，設立審計委員會，家族所有權及

設立董事的表現評核等是重要因素。另一方面，董事會組合及行政總裁的控制權屬頗為重要因素；而薪酬及提名委員會的設立對回應者的投資決定並不重要。

目錄

| | 頁 |
|-------------------------|----|
| 行政摘要 | i |
| 目錄 | vi |
| 第一章 緒論..... | 1 |
| 第二章 有關機構投資文獻的回顧 | |
| 2.1 引言..... | 3 |
| 2.2 機構投資者所有權增加的發展..... | 3 |
| 2.3 機構投資者在企業管治的角色..... | 6 |
| 2.4 企業管治的被動參與者..... | 12 |
| 2.5 機構投資者與公司業績..... | 13 |
| 2.6 結果並不一致的原因..... | 14 |
| 2.7 總結..... | 18 |
| 第三章 分析架構 | |
| 3.1 引言..... | 20 |
| 3.2 Brancato 架構..... | 20 |
| 3.3 所有權與代理問題..... | 22 |
| 3.4 機構投資者在香港的增長..... | 24 |
| 3.5 總結..... | 25 |
| 第四章 文獻回顧 – 機構投資者的企業資訊需要 | |
| 4.1 引言..... | 27 |
| 4.2 影響機構投資者投資決定的因素..... | 27 |
| 4.3 總結..... | 51 |
| 第五章 研究方法 | |
| 5.1 引言..... | 53 |
| 5.2 研究取向..... | 53 |
| 5.3 深入訪問..... | 55 |
| 5.4 網上問卷調查..... | 56 |
| 5.5 數據分析..... | 57 |
| 5.6 總結..... | 57 |
| 第六章 研究結果 | |
| 6.1 引言..... | 58 |
| 6.2 深入訪問..... | 58 |
| 6.3 訪問結果..... | 66 |

| | | |
|-------------|------------------------------|-----|
| 6.4 | 總結訪問的主要結果..... | 81 |
| 6.5 | 網上問卷調查..... | 82 |
| 6.6 | 問卷調查的結果..... | 89 |
| 6.7 | 總結訪問及網上問卷調查的結果..... | 94 |
| 第七章 | 總結及限制 | |
| 7.1 | 總結..... | 96 |
| 7.2 | 限制..... | 99 |
| 參考書目 | | 100 |
| 附錄 | | |
| 附錄 1 | 受訪名單..... | 109 |
| 附錄 2 | 訪問國際機構投資者對香港企業管治水平的看法..... | 110 |
| 附錄 3a | 網上問卷調查 – 原來版本..... | 121 |
| 附錄 3b | 網上問卷調查 – 修訂版本..... | 134 |
| 附錄 4 | 網上問卷調查回應者對各項企業管治因素的平均評分..... | 140 |

第一章 緒論

現代企業環境一個主要特點是機構投資者的出現，其中包括保險公司、退休基金及互惠基金。「機構投資者」泛指一所機構內負責管理基金的專業投資人員。他們替一組個別人士、機構或一組機構進行投資。現時，美國機構投資者中，退休基金這單一組別規模最大(1995年年中，佔機構投資者的總資產48%)，但其他主要中介機構，包括投資公司、保險公司及銀行亦積極參與管理他們的資產。機構投資者的投資組合不斷擴充，他們替訊息不太靈通的客戶進行監管的角色亦越來越受關注。監管角色牽涉的問題包括：機構投資者是否積極參與被投資公司的企業管治，及這種積極的監管能否改善公司的業績。

我們分析及理解機構投資者在現代企業的角色時，主要用的是「代理理論」及合約不完備的概念/理論。代理關係出現問題是由於股東(主要股東)的所有權跟投資經理(代理人)的管理權分割。股東為一家公司提供經濟資源，目的是希望該公司增值，為本身的投資帶來最大的效益。由於管理人和股東所取得的資訊並不一致，投資經理可能會投機取巧，偏重私利，剝削了股東的利益(Jensen and Meckling, 1976; Fama and Jensen, 1983)，加上沒有防範機制，使得股東的資金有機會被投資經理據為己有。

現代企業亦存在著「合約不完備」的情況，令代理問題更呈複雜。根據「公司理論」，公司是「一些連結的合約」或是牽涉集體及個人之間的一組合約，而公司的目標是設計最低成本的合約(包括將代理成本降至最低)。這些合約規定了個人及獨立個體之間的關係。公司內各人之間亦有無數種明文及不明文的協議。這些合約包括正式合約(例如：補償及債務合約)及非正式合約(例如：管理層的架構圖及職責概要等非正式工作安排)。會計被視為是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。可惜的是，要為商業環境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。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，將會引起不少困

難，這是研究代理問題的一個重要環節。

由於沒法訂定周全合約應付每項突發事情，而且又難以監管及執行這些合約，投資經理因而有機會藉著現代企業中所有權及管理權日益分割的情況投機取巧，造成問題。這種投機行為表現於：公司資料披露不足；漠視少數股東權益；或操控會計收益以增加以會計為基礎的補償計劃。股東要如何控制投資經理，以確保他們能保障股東本身的基金，及將基金的價值擴至最大？答案是要先制定優良的企業管治措施，然後付諸實行。不同國家的法律及制度相異，所以有各自的企業管治措施。我們將集中研究香港的情況。優良的企業管治可以建基於有效的董事會架構及運作常規，包括：委任獨立非執行董事；設立審計、薪酬及提名各委員會；提高審計質素；改善資料披露。這些企業管治常規應可提供更有效的監管，減低遭管理人員投機取巧的機會。這個簡報值得留意的一點是，當機構投資者所持有公司的股份趨增時，不單令他們越來越關注被投資公司的企業管治以保障自己的投資利益，而且在某些情況下，他們還希望親自參與企業管治。機構投資者對被投資公司的管治發生興趣，並積極參與，因而產生了「投資者積極主義」（“investor activism”）這個專門用語。「投資者積極主義」亦可被視為一種企業管治方式(La Porta *et al.*, 1998; Shleifer and Vishny, 1999)。我們關注機構投資者的行為，原因是他們提供重要的資本來源，以供資本市場擴充和發展。

這顧問簡報的主要目標是概述機構投資者對香港企業管治的看法。我們將先全面回顧現存有關機構投資的文獻，然後引入理論分析架構，以瞭解香港機構投資者的角色。接著，我們會就有關機構投資者對數量及質量資訊需要的文獻作綜合檢討。這些資訊需要可作為我們設計訪問內容及網上調查問卷的基礎。最後一部份，我們將就機構投資者在香港的角色提出主要研究結果及看法，隨後便是此研究的結論。

第二章 有關機構投資文獻的回顧

2.1 引言

第一章交代了現代企業發展的理論背景，並概述了代理問題及不完備合約的概念，以解釋為何需要優良的企業管治。第一章亦闡述了本研究的目標，以及我們報告的結構大綱。本章將探討在已開發市場中，機構投資者的股份所有權增加的情況。我們全面回顧了機構投資者與企業管治兩者關係的文獻，從而瞭解到機構投資者在被投資公司的企業管治方面所扮演的角色。下一節將討論機構投資者與公司業績的重要關係。最後一節提出兩個可能的原因，解釋以往有關機構投資者與公司業績關係的研究為何結果不一致。

2.2 機構投資者所有權增加的發展

1990年代前，在已開發的市場中，企業管理及機構投資者的關係比較直接簡單。大部份個人股東只默默地持有股票，絕少行使他們的權利參與企業管治事宜來保障本身的利益(Black, 1992; Daily *et al.*, 1996)。另一方面，機構投資者只會用「漫步華爾街」方式向企業管理層表示不滿，然後沽出該公司的股票(Hirschmann, 1970; Edwards 及 Hubbard, 2000; Daily *et al.*, 1996;)。機構投資者被稱為「被動的監管者」，因為他們持有個別公司的股份相對來說不多，不足以對企業管治事宜起任何顯著的影響。在美國等已發展的資本市場內，機構所有權佔的百分比不高，這是他們只能從事「被動監管」的主因。大體來說，那時候的已發展市場根本不存在甚麼股東或投資者積極主義。

1990年代後期，在已發展的資本市場內，企業持有股份的情況發生了戲劇性的轉變，令股東權利及保障少數股東權益的問題備受關注。其中一個轉變是機構投資者對企業的興趣日濃，並增加其投資。他們增加投資後，對企業管治及被投資公司的業績越發感興趣，這情況在美國尤為明顯(Brancato, 1997)。美國在過去 10 年間，機構投資的增長特別顯著。基本上由私人及政府退休基金組成的機構所有權在 1965 年祇佔公司產權的 15.8%，其後增至 1990 年的多於 50% (Useem, 1993)。如果以資本市值計算，機構投資由\$1.9 兆美元增加了超過 5 倍，至 1995 年第二季已達\$10.2 兆美元，約相等於當時全美國金融資產的 22% (Brancato, 1997)。機構投資者在美國 1000 所規模最大公司的所有權，亦由 1987 年的 46.6% 增加至 1995 年的 57.2%。1999 年時，機構投資者持有美國 1000 所規模最大公司的 60% 股權，而在其中三分之二的公司內，他們更集體持有超過 50% 的股權 (Financial Economists Roundtable, 1999)。

機構所有權顯著增長的情況不只發生在美國及英國的市場，其他國際股票市場亦然 (Cadbury, 1999)。在英國，差不多 75% 的英國股票皆由機構投資者持有，其中三分之一由退休基金持有。由於環球人口老化，以及越來越多人參與退休基金投資，預期這個比例將會提高。而基金為了改善回報，投資於股票的比例亦會相應增加。通訊科技日新月異，促進了世界一體化，加上跨境交易增加，包括國際資本市場急速發展，我們預期投資於國際股票的數額將會上升。其中一個假設是，國際機構投資者日後將成為改革公司企業管治的最大推動力(Cadbury, 1999)。機構投資者的所有權既有這樣的增長，股東的積極主義亦會相應提高，力求改變公司的管理及監控

方式。簡而言之，被動的機構股東所採用的「引退策略」，並不適合那些在被投資公司持有較多股份的機構投資者。此外，由於要快速沽售業績不良公司的股票困難重重，加上其他投資機會不多¹，迫使機構投資者要主動參與被投資公司的事務，保障本身的利益。

機構投資者在企業管治範疇所擔當的角色引起不少爭論 (Beim 及 Calomiris, 2001; Financial Economists Roundtable, 1999)。爭論的背景是，有些人提倡美國式的平民政治傳統，堅稱如果權力集中在少數的金融利益集團身上將有潛在的危機。有些人則認為，機構所有權增加，促進了投資者積極主義，可緩解大企業內所有權與管治權分割的代理問題 (Financial Economists Roundtable, 1999)。這爭論的理論根據是，來自分散的股份所有權的表決權，並不是對管理層一個有效的監管機制，反而為管理層製造了保護自己的機會和自由，訂立與股東利益背道而馳的目標。但預期機構所有權日增，將可減少管理層的投機行為 (Smith, 1996; Rajgopal and Venkatachalam, 1997; Bethel and Liebeskind, 1993)。

我們將在下一章另行探討機構投資者在香港的發展是否有利。有一點值得強調的是，香港的代理問題及股份所有權結構，包括家族所有權，跟美國等其他已發展市場並不相同。下一節將回顧有關機構投資者角色的文獻。

¹機構投資者有時候要遵循客戶的指引，實行依據指數的投資策略，只可投資於某些既定的公司，例如在標準普爾500榜上的公司。這將限制了他們其他的投資機會，卻可確保投資有一定的市場回報 (Daily *et al.*, 1996)。

2.3 機構投資者在企業管治的角色

「機構參與企業管治」的主要目標「應該是為機構股東及其受益人帶來最大的經濟價值」(Financial Economists Roundtable, 1999, p.6)。但部分機構投資者可能會受一些非經濟目標所限制，例如社會及環境保護問題，所以在管治方面採取的措施可能兼顧不到股東最大利益。總的來說，當機構投資者作為一個組別的所有權增加時，便有機會在企業管治方面擔當重要角色及改善企業的效率 (Kochhar and David, 1996; Coffee, 1991; Pozen, 1994; Brancato, 1991; Schwab and Thomas, 1998; Silverstein, 1994)。推動機構投資者積極參與企業管治及監管有三個主要因素。

第一，如果機構投資者持有大量被投資公司的股份，便有動機及權力干預公司的運作，方法是透過公佈、股東議案及競爭代表權等「機構積極主義」²行動(Daily *et al.*, 1996)。顯見權力指在董事會或周年大會上表決支持或反對董事會的成員；隱含權力則包括諸如向管理層投大量不信任票，足以增加收購的威脅力，或在防止收購議案上向管理層投反對票。在美國，股東基本上透過代表機制的積極主義行動要求企業改革。以往事例顯示許多機構投資者集團是支持股東積極主義的。股東積極主義的例子包括：國際卡車司機退休基金(International Brotherhood of Teamsters' pension fund)及紐約市僱員退休體制(New York City Employees' Retirement System)要求兩間獲他們投資的公司將行政總裁及主席兩個職位分開；加州公務員退休體制(California Public Employees' Retirement System's (CalPERS))亦廢除了一間被投資公

² 「機構積極主義」的行動包括加強表決權力及向管理人員施壓，要求他們按照自己的要求行事。

司內錯列的董事規定 (Daily *et al.*, 1996)。機構的所有權越大，便越加主動監管管理層，以保障其股東及受益人的利益。

第二，機構所有權日益增大，要大量出售不符目標經濟價值的投資，成本可能會很高昂。Hirschmann (1970) 利用其「引退與聲音」模式作出假設：機構投資者在管治決定方面應有強烈的動機發出「聲音」，因為他們的所有權太大，而「引退」的能力卻很低³。Kochhar and David (1996), Gilson and Kraakman (1991) 及 Smith (1996) 的研究亦有相同結論。機構投資者背後強烈的動機及所擁有的顯見權力有助他們積極參與監管管理層的決定，達至有效的管治 (Demsetz, 1983; Shleifer and Vishny, 1986; Monks and Minow, 1995)。事實上，有人認為機構投資者是企業管治其中一個形式，而機構所有權增加應帶來更優良的管治 (La Porta *et al.*, 1998)。

第三，持有大量股份的機構投資者可作為領導，集合其他股東監管管理層的活動。這可為個人及機構投資者減低整體的監管成本 (Financial Economists Roundtable, 1999)。這三個理論強烈推動機構投資者在企業管治方面採取主動，務求使他們的股東得到最大的投資價值。

美國機構投資者積極監管企業的最佳例子是 CalPERS。截至 1999 年底，他們的資產總值超過 1,550 億美元，是美國最大的退休基金，獲公認為美國股票市場實踐股東積極主義的表表者 (CalPERS Shareowner Forum, 2001)。他們在其官方的企業管

³ 引退的能力低是因為他們很難找到其他投資機會，及難以在不影響股價或避免承擔禁止沽售成本的情況下，盡速沽售現有的股票

治網頁 *The CalPERS Shareowner Forum* 上承認「我們不是被動地持有股票...，而是公司的股東，認真地肩負一切與公司所有權有關的責任。」近年來說，這是個典型的例子，顯示機構投資者採取主動監管被投資公司的企業管治。

下一節將回顧現存有關機構投資者監管角色效能的文獻，並分為三個主要類別詳列出來：

- 企業管治的積極參與者
- 企業管治的被動參與者
- 機構投資者與公司業績的關係

2.3.1 企業管治的積極參與者

以下的研究提出理據，支持機構投資者積極參與被投資公司的企業管治(包括監管)。

- Wahal及 McConnell (2000) 研究了超過 2,500 間美國公司在 1988-1994 年間在物業、廠房及設備和研究及開發等方面的企業開支。結果顯示公司在物業、廠房及設備和研究及開發等方面的開支跟機構所有權有正面的關係，表示機構投資者積極地將公司發展的著眼點放於長遠股份價值上。
- Bushee (1998) 分析了 1983-1994 年間 13,994 個公司觀察報告，發現如果公司內的機構所有權比例高，管理人員解決收入下降的問題時，大多不會削減研究及開發的開支。這表示機構所有權比例高讓機構投資者能夠監管及控制管理人員，以確保將長遠價值最大化，而不只是著眼於短線的目標。
- Baysiner *et al.* (1991) 研究了《財富》榜上 500 家公司中的 176 家，發現公司的股份如果集中在機構投資者手中對研究及開發的支出有正面影響。

- Hansen 及 Hill (1991) 分析了 129 間美國公司在 1977-1987 年 10 年間研究及開發的支出與機構所有權的關係。結果顯示，機構所有權比例越高，研究及開發的開支越大。

以上各項研究顯示，機構積極主義會促使被投資的企業訂定長遠的發展策略，這可從增加的研究及開發投資反映出來。

- Gillan 及 Starks (2000) 參考了 2,042 個 1987-1994 年在 452 所公司所提出的股東議案⁴，研究美國由不同組別(政府退休基金、投資者有組織的團體、個別投資者)提出的議案所帶來的不同效果。他們發現有機構支持的議案遠比由獨立人士或宗教團體提出的議案獲得更多贊成票，而且表決結果跟發起人的身份及機構所有權的比例有密切關係。這表示機構投資者處於較有利位置監管被投資公司。這研究亦發現，機構投資者提出的大部份議案都是跟公司企業管治有關，例如：如何消除反收購行動；改變表決權；在董事會及屬下一些委員會增加董事的獨立性。
- Smith (1996) 分析一些公司的特徵，解釋為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 項收購行動所牽涉的 51 家公司，考查這些積極主義的行動是否源於被收購公司管治結構及股東權益改變。他發現，CalPERS 傾向於收購有以下特徵的公司：規模較大；股票表現欠佳；市值與帳面值比例較低；及業務較多元化。在研究的個案中，72% 的企業管治結構曾有轉變，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；但有關運作的表現，數據上沒有顯著的改變。
- John 及 Klein (1995) 認為股東議案會推動管理人員改善公司運作，因為「議案是股東在不受管理層控制下參與的其中一個方式」。Dobrzynski (1990) 亦指出，股東議案可警惕管理層兼顧股東的長遠利益。志在必得的收購叫價(已獲股東通過)亦可增加價值，因為成功收購後，新的管理層會改革政策，保障股東的長遠利益。例如：股東議案在幾家公司，包括 Avon Products, Inc., Gillette Co., Lockheed Corporation, 及 USX, Inc 內成功發揮作用。它們動用很高的款項進行收購，有可能令股份價值提高。
- Nesbitt (1994) 分析那些被 CalPERS(美國倡導機構投資者投入企業管治的領導)在 1987-1992 年間收購的公司的長期股價表現，以評估大機構投資者的干預(包

⁴ 研究分析的股東議案包括表決事宜(例如保密表決、累積表決)，董事會及委員會獨立性問題(例如：董事所有權令董事會更獨立，董事補償)及消除反收購行動的事宜(例如：取消分類的董事會，公平價格等)

括：成立股東顧問委員會；行政補償委員會改革；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，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%。

以上的研究顯示，如果公司的機構所有權較高，將會採納更多股東議案，長遠來說或能提高股東的股份價值。

- Brickley *et al.* (1988) 分析了 191 家美國公司提出的 288 項反收購修正案，發現機構投資者及其他集團股東比非集團股東更加投入反收購修正案的表決。如果議案似乎會對股東不利，機構的反對將會更大。其他事例指出，受管理層影響較少的機構，在反收購修正案上反對管理層的機會將會較大。
- Hartzell 及 Starks (2000) 研究了機構所有權集中及董事補償的關係，而兩者皆被視為企業管治的機制。他們查閱了 1,500 家美國公司在 1991-1997 年間的數據，發現補償水平與機構所有權的集中成反比，而向行政人員論功行賞與機構所有權的集中則成正比。研究的結論表示，機構所有權是監管獎勵補償的有效企業管治機制。
- 英國特許公認會計師公會 (Chartered Association of Certified Accountants, 現稱為 Association of Chartered Certified Accountants) 在 1995 年進行訪問調查，對象是英國名列榜首的 35 家股票投資金融機構中 27 家的基金董事及經理。調查結果指出，大部份英國金融機構是在「幕後」監管他們投資的公司。接受訪問的人士認為這系統總的來說運作順暢，可省卻修訂法例的麻煩。但報告亦指出，這方法在有些情況下並不可行，所以建議考慮綜合多種操控方法，其中包括透過媒體施加公眾壓力，或採取被動的監管方法(即沽售他們的股票)(Holland, 1998)。
- Rajgopal 及 Venkatachalam (1997) 仔細分析了 1989-1995 年間 1,541 家美國公司的資料，發現機構所有權比例增高，會計收益所提供的資料亦會較多。機構所有權的比例跟無條件的自行酌定應計項目及能增加收入的自行酌定應計項目的數量多寡成反比，表示機構所有權比例提高，收益管理的情況便會減低。機構投資者提供有效監管功能(不論是觀察或實際的)的理念因此得到支持。
- Pozen (1994) 認為，雖然股東積極主義難以直接與改善財務收益連上關係，卻有利於機構本身的客戶。此外，股東議案所作的決定可能對公司的股東較為有利。
- Bethel 及 Liebeskind (1993) 研究了 1981 年《財富》榜 500 家公司的 388 家，結果顯示，機構投資者的所有權對這些公司某些發展起決定性的影響，包括：減

縮經營；減少多元化經營及削減每年在物業、廠房及設備方面的投資。他們假設機構投資者在監管及帶領企業策略轉向，預防管理層擴張過大及經營太分散方面擔負重要的角色。是次研究的結果證實了這假設。

- Jensen (1993) 認為，由股份公開持有公司的董事領導的內部管治系統，一般來說都未能將效率及價值提至最高，這個觀點有足夠的例證支持 (Bhide, 1999; Roe, 1990; Roe, 1991)。Jensen 研究了 432 家美國公司，發現董事會遇到公司發展超過能力所能負擔時，大都不能及時引退及減縮經營。作者提出的補救方法是，積極投資者(包括機構投資者等)應該成為優良管理系統的重要部份，因為這牽涉到他們的財務利益，而且他們有獨立性，可不偏不倚地評估公司的管理及政策。如果積極投資者採取更多行動，預期可改善公司的業績。
- Black (1992) 指出，如果機構投資者採取股東積極主義行動（包括：要求董事會內要有更多獨立非執行董事；反對企業多元化經營；評估行政總裁的補償是否足夠等），將可提高被投資公司的價值。
- Agarwal 及 Mandelker (1990) 分析了 372 家美國公司的機構所有權(包括退休基金、銀行及信託公司、儲蓄保險、互惠基金、投資顧問公司等的所有權)，發現被投資公司內如果有大股東將更有效監管管理人員。
- 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，股東擁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。這可帶來更高的獲利能力。

以上各項研究所支持的理念是，機構投資者樂意監管企業管治，而且亦能有效監管被投資公司。以下的研究則指出，他們找到很少或根本找不到理據支持機構所有權促進有效監管及企業管治的說法。實際上，有些研究甚至提出機構投資者妨礙了有效的企業管治，影響了股東的長遠利益。

2.4 企業管治的被動參與者

- Davis (1991) 分析了在 1984-1989 年期間，美國《財富》榜 500 家公司的 440 家，發現機構投資者所有權與採取較多收購防衛行動有關。這研究證實的看法是，機構投資者為了支持管理層的收購防衛，有可能犧牲了股東的長遠利益。
- Graves (1988) 研究 1976-1985 年間 112 家美國公司的情況，發現機構投資者所有權與企業革新的關係成反比，而公司在研究及開發方面的開支隨著機構所有權增加而有系統地減少。這表示機構投資者推動管理層從事短線的投資活動。
- Palmer *et al.* (1987) 利用美國《財富》榜 1964 年 500 家公司的 147 家作為研究對象，亦發現機構所有權與企業多元化經營的關係成反比，表示這些公司的著眼點在短期的獲利能力。
- Allan 及 Widman (2000) 向 68 個政府退休基金進行了問卷調查，發現美國政府退休基金跟行政總裁本身的意願一樣，都不希望將行政總裁及主席兩個職位分開，原因可能是 1990 年代經濟有高增長，這可從美國企業普通股股價上揚反映出來。
- Bushee (2001) 研究了 1980-1992 年間 10,380 個公司觀察報告，發現機構投資者會選擇投資於有較高短期收益的公司。這意味著機構投資者可能會推動短線的投資行為。另一方面，他找不到任何證據證明機構投資者縮減作為長期收益指標的研究及開發方面的支出。
- Lipton 及 Rosenblum (1991) 認為，股東議案就算動機良好，仍會分散管理人員的注意力，影響他們進行有效的管理，意思是說機構投資者的監管會妨礙管理層為公司增添價值。
- Romano (1993) 及 Saxton (1994) 的觀察指出，機構投資者受政治因素支配，要達成的目標可能不只是將價值最大化。公共機構有可能利用企業管治議案影響目標公司的決定，並推動公司從事有政治企圖及削弱價值的投資。這表示特別由公共機構投資者支持的企業管治議案傾向於削弱公司的價值，並對運作表現有不良影響。

其他研究報告亦發現，機構積極主義的公開行為(包括代表議案)對股東的股份價值

只有很輕微或完全沒有影響，令人懷疑機構監管的存在價值及效用(Wahal, 1996;

Karpoff *et al.*, 1996; Smith, 1996)。

有人認為機構所有權與企業管治沒有關係，主要理據是機構投資者基本上是短線投資者，只對眼前收益及短期價格波動有興趣。他們只是「交易商」，而不是機構積極主義倡導者所說的「擁有人」(Graves 及 Waddock, 1990; Jacobs, 1991)。故此，他們不能獲取預期盈利時，便有動機沽出該公司的股票，而不會向管理層施壓，要求他們採取措施增加公司的長遠價值。有些企業的管理人員擔心被機構投資者「拋售」，不惜犧牲公司長遠的利益，只集中於短線發展(Coffee, 1991; Jacobs, 1991; Lavery, 1996)。

2.5 機構投資者與公司業績

個別研究曾經指出，雖然有機構投資者積極參與企業管治，但不能確定這會否改善公司的業績。我們將在這節參考一些實證調查，以瞭解機構投資者與公司業績的關係。

- Agarwal 及 Rao (1990) 仔細研究了 1,200 家美國公司，發現機構持有的股份量與股票的標準離差(某股票的風險推測)成反比，意思是說，機構在某公司的持股量越高，該公司的股票風險越低。
- McConnell 及 Servaes (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。這兩個由 McConnell 及 Servaes 進行的研究指出，在很大程度上，機構投資者可有效地監管企業，令風險減低，並改善公司的業績。
- 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，卻找不到理據支持兩項假設：(i) 與管治有關的股東議案數目(股東積極主義的代表)跟公司業績有正面關係；(ii) 機構投資者的持股量跟公司業績有正面關係。這表示機構的持股量及股東積極主義與公司業績並沒有關係。
- 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、經營利潤、銷售增長計算)。但議案並沒有改變經營

利潤、公司股票價值或管理的高層人士。就算那些議案獲股東大多數票支持，亦沒有令股價上揚或明顯地改變公司的政策。這表示股東積極主義一般來說對公司的價值沒有正面效用。

- Linn 及 McConnell (1983) 詳細分析了 1960-1980 年間 398 家在紐約證券交易所上市的公司，發現公佈了「超多數表決規定」⁵等特許修正案後，平均的非正常收益差不多等於零。DeAngelo 及 Rice (1983) 等其他研究亦有同樣發現。

機構投資者持有股份是否有利於公司業績，研究結果並不一致的原因有多個。

2.6 結果並不一致的原因

機構投資不全都是積極的股東，因為他們有些缺乏動機監管被投資公司。例如：有些機構投資者集團採用「乘順風車」的策略，分享其他人的積極主義行動，改善自己的投資組合表現(Daily *et al.*, 1996)。以下概述若干研究所提出兩個主要原因，解釋機構投資者為何缺乏動機進行積極監管。

2.6.1 機構投資者實踐積極主義的意願及能力

以下概述了機構投資者不願意或沒有能力實踐積極主義的原因：

- 機構投資者沒有能力，及甚少或完全缺乏直接監管企業管理人員的經驗 (Prowse, 1991; Taylor, 1990)。
- 機構投資者缺乏積極監管的動機，因為他們可以互相乘坐對方的順風車，監管被投資公司的管理人員。由於積極主義的利益將由所有股東分享，而不只局限於積極機構的客戶，所以積極的機構投資者根本不能強迫其他可獲益的股東參與監管。這減低了他們進行積極監管的動機 (Black, 1990; Admati *et al.*, 1994; Pozen, 1994)。
- 機構投資者為了取得被投資公司的內幕資訊，所有權必須達到一定水平，可能影響了在被投資公司內保持流動性的自由 (Bhide, 1993)。

⁵ 「超多數表決規定」指要有約 80% 的股東表決支持任何修正案才可獲通過。

- 雖然機構投資者希望（透過機構監管等策略）本身的表現比同業及市場優勝，但如果市場認為他們的做法與管理層或被投資公司的策略相違，取得優勢的機會便不大。這情況削弱了機構投資者參與被投資公司的企業事務的意慾 (Jones and Morse, 1997)。
- 機構投資者亦可能與他們擁有股票的被投資公司有商業關係。例如：保險公司作為機構投資者會為被投資公司提供包銷服務，同樣來說，銀行可為機構投資者提供貸款。如果他們積極參與被投資公司的企業管治，可能會喪失其他業務 (Kochhar and David, 1996; Heard and Sherman, 1987; Herman, 1981; Black, 1992)。
- 有些企業設計了一些規定，有意限制機構投資者的持股量 (Kochhar and David, 1996; Black, 1990; Roe, 1990; Roe, 1991)。例如：1934 年的美國證券交易法令第 13(d) 節及有關證券交易委員會規定，任何人或「集團」擁有股份公開公司 5% 以上的股份，必須以 13D 報表申報個人或集團的資料、股票所有權、對公司的計劃及其他事項。機構投資者需要擔負披露資料的責任，其中亦牽涉了法律風險。以上所述的限制程序及法律成本令機構投資者不願意持有高比例的股份，放棄積極參與被投資公司的企業管治。
- 機構投資者雖然可獲得作出投資決定的資訊，但可能沒有足夠的資訊供積極監管公司運作之用 (Kochhar and David, 1996)。
- Fabris 及 Greinke (1999) 訪問了 9 位澳洲的基金經理⁶及 27 位個別人士。他們發現，雖然利用非正式的溝通作為監管手段在實際及理論層面均日趨重要，但 9 位中 6 位依然採取棄權的政策，只在必要時在具爭論的問題上表決。大部份受訪者均指出一些授權代表表決的障礙，包括法例限制、利益衝突，並表示要排除已知的不利因素或實際困難後，才會全面接受積極主義。

2.6.2 積極監管的成本及風險

機構投資者願意積極參與被投資公司的企業管治事宜，需要付出成本及承擔一定風

險。Macey (1998) 認為積極主義有以下的成本及風險：

- 由於機構投資者身處充滿競爭的環境，所以應該相應地調整股票的投資組合，有效地避免公司個別的風險及減低成本。他認為這些策略全都不能配合機構投資者的監管及積極主義，因為監管措施需要實質成本，包括了時間、精力及技巧。

⁶ 接受訪問的基金經理，3 位負責保險公司附屬的投資管理，3 位是退休基金的經理，其他 3 位則在銀行的附屬機構、單位信託及信託機構任職。

- 有待證實的問題是，成功的基金經理所需的人力資本技能，與向被投資公司提供經營顧問所需的技能是否相同。
- 搭順風車免費得益是一個抑制因素。積極主義帶來的利益必須與其他投資者(包括互相競爭的投資基金)分享，而行動的成本則由積極份子獨力承擔。
- 機構投資者可能不願意犧牲投資的流動性，以換取較大的聲音來影響被投資公司的運作，尤其是成為董事會成員要負上很多責任。

Macey (1998) 更指出，由於機構投資者要成為積極份子需要承擔高成本及大風險，積極主義帶來的利益必須更高，才能引起他們的興趣及積極參與。

雖然所有股東的法定權力大致相同，但機構投資者可能有不同的目標，舉例來說：著眼於獲取短線收益；股東長遠的財富最大化及表決策略。我們可以將機構投資者依類分列，由「投資者/擁有着」一個極端排列至「交易商」另一極端 (Brancato, 1997)。不同種類的機構投資者當權，監管的意願亦會不同，繼而對企業管治產生不同影響。例如：Johnson 及 Greening (1999) 指出機構投資者有兩類型：「退休基金股票」及「互惠及投資銀行基金」。他們假設，退休基金的所有權與企業的社會表現有正面關係，而投資銀行所有權與社會表現則應該有負面關係。退休基金經理獲發薪金，而所獲的補償跟投資表現沒有關係，會比較長期地持有股份 (Gilson and Kraakman, 1991)。故此基金經理有動機積極參與企業管治，並意識到需要較長時間才可取得社會表現的成果 (Hoskisson *et al.*, 1996)。相反來說，互惠基金及投資銀行的經理獲取多少報酬要視乎他們短期或每季的表現，而他們持有一隻股票的時間通常比較短暫 (Gilson and Kraakman, 1991)。另一方面，Kochhar 及 David (1996) 認為，政府退休基金及互惠基金將積極參與企業管治。Brickley *et al.* (1988) 亦發現，

表決反收購的特許修正案時，互惠基金、儲蓄保險和基金及政府退休基金投反對票的機會比銀行、保險公司及信託單位大。Van Nuys (1993) 的報告亦指出，銀行及保險公司(包括與被投資公司有商業關係的)比沒有商業關係的機構投資者，明顯地更支持由管理層提出的反收購議案。Bushee (2001) 發現，雖然機構投資者整體來說對短期收益沒有太大興趣(沒有證據顯示他們的短視行為會犧牲了長遠的利益)，將他們分為不同的組別(「短暫機構」及「銀行信託」)研究會有不同的結果。故此，要深入瞭解機構投資者的監管角色，必須考慮到他們有不同的類型，各有自己的目標和表決策略。

此外，值得一提的是，評估機構投資者在企業管治方面的角色及效用時，要兼顧機構內現有的企業管治及代理問題有多嚴重。例如：家族所有權將削弱機構投資者的動機，繼而對機構所有權與企業業績之間的關係有顯著的影響。

如果機構監管真的有效，其影響力相信最終會表現在營運及股價上。但研究人員證實不到機構所有權及企業業績有緊密的聯繫 (McConnell and Servaes, 1990; Chaganti and Damanpour, 1991)。另一方面，總括以上的文獻回顧，我們可以說機構投資者與企業業績有適度的關係。要改善公司的企業管治，機構投資者可能發揮的監管角色是不容忽視的。機構投資者如何看本身的監管能力亦會影響他們的投資決定。如果機構投資者對某一家公司只有短線的看法，企業管治在他們進行投資決定的過程中不會是重要的一環。但如果他們是積極份子，有信心促進公司長遠的增長，該公

公司的企業管治水平便可能影響他們的投資決定。而最關鍵的問題始終是有沒有足夠的動機推動機構投資者積極監管企業管治。

缺乏監管動機的原因包括：「乘順風車」因素；缺乏直接監管被投資公司的人力資源及經驗；公司既定的企業管治方式及代理問題的嚴重程度等。此外，各機構投資者不盡相同。有些機構投資者重視長遠價值，例如：由於退休基金的經理需要較長時間才可從社會表現方面取得利益，可能有積極參與企業管治的動機。相反來說，投資銀行家等只著眼於短線業績，所獲取的報酬亦以此為基礎。他們持有個別股票的時間較短，所以沒有多大動機積極干預被投資公司的企業事務。

2.7 總結

過往十年間，機構投資者與企業管理的關係不斷改變，主要原因有兩個。第一，機構投資者在被投資公司內的所有權增加，以往採取的「引退策略」已不適用。第二，要快速沽售公司業績欠佳的股票相當困難，加上市場缺乏其他投資機會均促使機構投資者改變角色。從企業管治的角度來看，機構投資者對被投資公司的態度由「被動」轉為「主動」，預期可以提供監管功能，防止管理層從事投機活動。事實上，實證研究證明了機構投資者有能力改善企業管治措施。例如，以往的研究顯示，機構投資者所有權增加會產生以下影響：

- 行政人員薪酬較低。
- 而獎勵性報酬的監管更嚴密。
- 對減低價值以預防收購的方法投反對票的意向較高。

- 相對來說有更多企業創新意念。
- 會計收益披露的資訊較多，即表示較少收益管理。
- 更加重視股東所持股份的長遠價值。
- 對被投資公司有更多監管。

總的來說，這一方向的研究探討證明了積極的機構投資者可以改善企業管治措施。

有些實證研究卻有不同看法，認為機構投資者不能有效監管管理層的投機行為。例如：有實證事例指出，機構投資者支持管理層反收購防衛時，極可能犧牲了股東的長遠利益。另一項研究發現，包括研究及開發等的企業革新措施，會有系統地隨著機構所有權增加而減少，顯示機構投資者可能推動管理層進行短線投資。此外，有關機構投資者所有權與公司財務業績關係的文獻所提出的證據亦不明確。

我們認為研究結果不明確的原因是：首先，如前所述，機構投資者可以純粹是交易商，亦可以是投資者(請參看第三章的 Brancato 架構)。如果研究沒有考慮機構投資者性質不同的因素，得出的結果可能不甚準確。第二，研究機構投資者在被投資公司內的企業管治角色時，必須兼顧既有的企業管治措施及代理問題的嚴重程度。

我們將引用以上的文獻回顧，在下一章發展一個分析架構，以研究機構投資者的角色及他們對企業管治的影響。

第三章 分析架構

3.1 引言

第二章的文獻回顧詳述機構投資者不同的監管角色。他們有些會採取積極干預措施，例如：提出股東議案直接干預管理層決定；有些則缺乏監管的興趣及動機，採取「快速沽售」等被動策略。故此，機構投資者不同的目標將會影響他們在被投資公司內參與企業管治的水平。第一章概述了代理問題及企業管治的角色。故此，如前所述，若於任何一個司法管轄區中無法明確地對不同種類的機構投資者及其他企業管治體系進行研究，則此等關於機構投資者與企業表現之研究結果將出現混亂。我們將在這一章先引用 Brancato (1997)提出的模式，然後將機構投資者不同的參與水平與香港獨特的企業管治環境(包括代理問題)並列對照，為研究提供一個分析架構。

3.2 Brancato 架構

Brancato (1997)根據機構股東的投資目標及企業管治行為，將他們順著一個幅度分類，佔兩端的分別是投資者及交易商。她給投資者下的定義是他們較重視企業成功與否，而交易商關注的事情比較局限，只要求在一定時間內取得某個收益比率，而不理會對企業長遠的影響。表 3.1 採用美國的例子，列出股東參與的不同水平，顯示機構投資者在企業管理方面不同的目標和角色。

表 3.1 股東參與的水平

| 股東參與水平 | 例子 | 幅度 |
|-----------------------------------|---|-----|
| 1. 在財務及表決方面來說是積極的投資者 ¹ | Warren Buffett, LENS, Inc. 及其他接受積極管理的政府退休金 | 投資者 |
| 2. 財務方面來說是被動的投資者，但積極參與表決 | CalPERS, New York State Common Retirement Fund 及其他基金。他們將股票指數化，但委託代表表決 | |
| 3. 財務方面來說是主動的投資者，但被動地參與表決 | 許多銀行的信託客戶及企業退休基金 | |
| 4. 財務方面來說是交易商，並且被動地參與表決 | 大部份資金經理及項目交易商 | 交易商 |

來源: 取材自 *Brancato (1997)*

在「財務及表決方面」來說表現積極的投資者，將會主動參與監管企業管治措施。他們在監管本身的投資時，更重視未來長遠的增長，及將股東的財富最大化 (Brancato, 1997)。另一方面，財務方面及被動地參與表決的交易商，其控股比率就算足以影響企業管理層，參與企業管治措施的機會亦不大。他們的投資目光亦比較短，逗留在一家企業的時間不足以發揮監管功能。第一層的機構投資者(表 3.1 所列的)對企業管治有多大影響，並帶動業績表現，當然要視乎既有的企業管治機制及代理問題的嚴重程度。例如：如果公司已有堅固的企業管治機制，管理人員和股東利益又相當一致，便會減低第一層機構投資者積極參與

¹ 財務方面指被投資公司的財務業績，包括：銷售及營業額增長；市場佔有率提高；權益的回報等。表決方面指機構投資者影響管理層在企業事務的決定？

其企業管治的動機。這裏值得重申的一點是，機構投資者在企業管治及管理措施方面的監管角色有不同形式及程度，影響的因素包括：所訂定的不同目標(如 Brancato 架構所述)；現有的企業管治水平；及管理人員與股東的利益有多相同。以下我們將進一步更全面地研究這個觀點。

3.3 所有權與代理問題

要評估及理解企業管治質素、管理人員及股東利益一致性及機構投資者角色等問題時，需要以不同國家現存的機構制度(包括所有權)及規管程序為基礎。

Claessens *et al.* (2000) 研究了 9 個東亞經濟體系(香港、印尼、日本、南韓、星加坡、馬來西亞、菲律賓、台灣及泰國)2,980 家在證券交易所上市的公司。1996 年的所有權及控制情況。1996 年所有權的結構數據源自 Worldscope 資料庫。他們發現，東亞大部份公司附屬一個集團，因此受制於一個個體，而這個個體同時控制許多其他個體。香港 60% 的公司是附屬於集團的。這些企業集團由千絲萬縷連起來的所有權控制。處於金字塔底部的公司受制於另一家公司，這間控股公司又由其他公司操控，如此類推，最終的東主在塔頂。在他們的研究內，最終的東主可分為多類：家族、國家、股份分散的財務機構及股份分散的企業。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某一環持有 20% 以上的股份。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。香港的情況可作為參考。

香港的股份持有結構及代理問題跟美國等已發展的市場不大相同。香港企業其中一項主要特徵是家族控制權，66% 的上市公司是由家族擁有的(HKSA, 1997)。一般的情況是，一個大家族持有其上市公司大比例的股份，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, 2000)。常見的情況是，行政總裁和主席由同一人出任，並代表擁有控制權的家族。最近一項調查的結果顯示，恆生 100 指數公司中，行政總裁和主席同是一人，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(SCMP, 2000)，因為股東所有權跟管理層的控制權分割所引起的代理衝突可獲緩和。積極參與管理的家族股東訂定的目標大都有助於將長遠價值最大化。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少數股東的基金，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，而上市的公司則處於整體架構的第三層。香港的股份持有結構被批評的原因是，家族操控及自保行為會剝削少數股東的利益。事實上，在任何國家，如果所有權集中，亦普遍會有這樣的代理問題(Shleifer and Vishny, 1997)。故此，如果機構投資者持有的股份比例較低，便難以超越擁有控制權的家族來影響企業管治事宜。結果是他們在香港缺乏表決權，角色可能受股份持有結構所限制。在這種情況下，機構投資者唯一可採取的似乎是「沽售」等被動式的監管方法。另一方面，香港存在一些股份較為分散的公司，可供有興趣參與積極監管的機構投資者選擇。

在諸如香港之類正在發展的資本市場中，機構投資者積極參與企業管治的動機現時可能不存在，但一些投資香港股票的美國積極機構投資者對被投資公司的企業管治水平有一定的期望。1994年，全美最大的25個政府及私人退休基金共持有約850億美元的國際股票，相當於美國投資者投資於海外股票的30%。這數據亦帶出了一個可觀的4倍增長：由1989年的180億美元增至1994年的850億美元 (Brancato, 1997)。這些積極的美國機構投資者許多都願意利用全球委託代表程序²，發揮他們的影響力。故此，在國際股票市場的機構投資者有可能在香港的企業管治事宜上推行積極策略。

3.4 機構投資者在香港的增長

雖然受上述的背景因素影響，但值得注意的是，香港在過往10年間，機構持有股份量有顯著的升幅。截至1999年底，香港認可基金的資產淨值超過2,980億美元(HKIFA, 2000)。直至2000年6月為止，香港投資基金公會所管理的總資產約為2,170億美元。根據證券及期貨事務監察委員會(證監會)最近所進行的調查，結果顯示認可單位信託及互惠基金的數目持續上升，由1981年的77個增至2000年的1,701個。加上強制性公積金(強積金)計劃在2000年開始實施，機構所有權增加的趨勢將會持續。根據政府的新聞公報，截至2001年2月28日，在強積金計劃下該計劃的所有資產淨值總計為116億港元(15億美元) (press release, April 12, 2001)。強制性公積金計劃管理局主席李業廣先生估計，強積金計劃的總資產將達到約一兆港元(1,280億美元) (Lee, 2000)，而強積金投資組合的規模，最終會佔香港本地生產總值的60-70% (Tsang, 1999)。更重要的是，香

²美國等已發展市場的機構投資者通過「全球委託代表程序」，可以在全球新興市場內的被投資公司表決贊成或反對管理決定。國際機構投資者利用這種委託代表表決的方法，有效地推動被投資公司實施優良的管理措施及提高企業管治水平。

港特別行政區政府希望維持基金自行作出投資決策的彈性。香港特區政府前任財政司司長曾蔭權先生亦證實這安排，「我們的財經服務業已趨成熟，加上完善的規管及法律制度...強積金計劃將沒有資產調配規定。換句話說，可在任何地方利用任何工具投資」(Tsang, 1999)。這將為企業受託人、銀行、投資機構、保險商及其他財務機構帶來許多商業機會。香港強積金這方面的發展，加上國際機構投資者越來越有興趣增持香港公司的股份，將會提高機構所有權在香港股票市場的比例。

由於機構投資者這種積極主義的目標是改善企業業績及提高股東所持股份的價值，所以有需要消除只著眼於公司短期收益的障礙(Daily *et al.*, 1996)。過去 10 年間，美國對機構投資者的投資行為有兩個盛行的主張：機構投資者從事短線的買賣，而企業進行投資是為了討好短線的股東。這種短線主義分散了機構投資者對企業管治的注意力，而企業管治正會影響股東長遠財富的最大化。所以企業必須將股份向具有同樣長遠投資目標的人推銷。這將可鞏固股東的基礎，最後將股價波動減至最低，並幫助市場計算公司的基本價值(Brancato, 1997)。

3.5 總結

由 Brancato 模式與香港獨特的企業管治及擁有權情況這兩方面所提供的分析架構，有助理解香港的機構投資者角色。這架構影響本研究所採用的方法。香港機構投資者數目日增，清楚地顯示區內機構投資者積極主義有可能更加盛行。我們會先找出機構投資者對企業資訊有甚麼需要，以便設計及構思訪問的問題及網上的調查問卷。為了取得這方面的資料，我們將全面回顧有關機構投資者

對企業資訊需要的文獻。下一章是這方面的文獻回顧，目的是具體地找出機構投資者最需要的企業資訊。

第四章 文獻回顧 - 機構投資者的企業資訊需要

4.1 引言

第二章所提及的文獻回顧探討了機構投資者股份持有情況、企業管治及公司業績三方面的關係。第三章利用 Brancato 模式及代理理論為本研究的目的建立分析架構。大體來說，這兩章提出了以下論點。首先，列舉的事例雖然遠不足以得出明確結論，但其中不少指出機構持股情況和參與企業管治是有關係的；此外，前者與企業業績亦有關連。要解決證據不充份的問題，我們評估機構持股的角色時，應該同時考慮個別國家不同的機構制度(包括既有的企業管治水平和代理問題)及規管架構。這一章進行的文獻回顧將集中討論機構投資者作投資決定時所參考的企業資訊。下一節所述的實證研究及調查，主要是探討有可能影響機構投資者投資決定的數量及質量因素。我們回顧的文獻亦包括了機構投資者作決策時考慮的企業管治「水平」。這些文獻回顧提供了基礎，有助我們找出機構投資者所需用的企業資訊，以便設計下一章的訪問問題及網上調查問卷。

4.2 影響機構投資者投資決定的因素

下幾節討論的是影響機構投資者投資決定的一些公司內部數量和質量因素。

4.2.1 數量因素

4.2.1.1 財務業績

香港股票分析員及基金經理評估一間公司的業績時，最常用的方法是計算其每股盈利 (PricewaterhouseCoopers, 2000)。

Falkenstein (1996) 仔細研究了 1991 及 1992 年美國開端互惠基金如何選擇股票 (在紐約證券交易所及美國證券交易所上市的股票)，發現這些基金喜歡價格較高的股票，卻極之不願意持有價格較低的股票。這表示股票價格是其中一個最重要因素影響機構投資者的投資決定。

Badrinath *et al.* (1989) 在紐約證券交易所及美國證券交易所截至 1985 年 12 月 31 日為止的上市公司名單中抽選了 2,250 家作為調查對象，分析機構投資組合經理在履行運用客戶資金的受信責任時所作出的投資行為。他們發現，過往業績較優秀的公司，其機構所有權的比例亦較高。

Gompers 及 Metrick (1997; 1998) 找不到理據支持投資要根據過往業績的看法。他們因應機構所有權的比例排列美國市場內所有股票，然後分析機構所有權及公司特徵的相互及多邊關係。他們亦研究了大機構與其他投資者有甚麼分別。結果顯示大機構投資者，與其他投資者相比時，選擇的股票在前一年有較低的回報率。

Hendry *et al.* (1999) 就人力管理資料披露問題訪問了 68 位英國機構投資者及企業管理人員 (包括基金經理、經紀行分析員、企業管理及人力資源總監)。其中一個問題是：「公司及投資者分別看重公司哪些業績資料呢？」四組人士的意見相當一致，均認為最重要的依次是：財務數據、企業策略、管理及人力管理的質素。

1999 年，新加坡羅兵咸永道會計師事務所及新加坡證券交易所合作進行了一項調查，對象是來自整個財經服務業的 47 位企業投資者，其中包括了證券交易商及經紀、資產管理公司、銀行及保險公司。結果在意料之內，影響投資決定最重要的因素是公司的財務業績。

公司的財務業績是影響機構投資者投資決定其中一個重要因素。

4.2.1.2 未來的現金流量

羅兵咸會計師事務所在 1988 發表的一項調查指出，越來越多機構投資者(英國-94%；澳洲-100%)基於現金流量模式作出投資決定。他們認為現金流量的數據比盈利更有參考價值，因為前者不會因管理層採用不同會計政策而變化。約 90% 的香港股票分析員及基金經理利用現金流量評估公司業績，而 80% 認為現金流量及每股盈利對預測股票價值同等重要。

Mills 及 Morling (1995) 亦認為現金流量是機構投資者作投資決定的重要因素。

上述研究清楚指出，影響機構投資者投資決定的另一個重要因素是現金流量。

4.2.1.3 股息率

有些投資組合經理會認為投資於沒有股息的股票是不智的做法(Badrinath *et al.*, 1989)。他們為了穩妥地履行受信責任，避免有人指責他們疏忽，一般會投資於股息率較高的股票。較近期進行的一項有關影響保險公司投資選擇的研究(Badrinath *et al.*, 1996) 亦有類似發現。此外，Gompers及Metrick (1998) 分析了大機構與其他投資者有甚麼分別。他們因應機構所有權的比例排列美國市場所有股票，然後分析機構所有權與公司特徵(包括股息率)的相互及多邊關係。他們發現股息率與機構所有權有正面關係，意思是說投資者會選擇有較高股息率的股票。以上實證事例顯示，股息率是影響機構投資者投資決定的一項重要因素。

4.2.1.4 股票的流動性

Badrinath *et al.* (1989; 1996) 發現股票的交易流動性與機構所有權有正面關係，原因有二：首先，大公司一般來說都有較高的交易流動性¹。第二，如果其他情況不變，機構為了將交易成本(包括行政及研究費用)降至最低，將傾向於避免過度多元化。由於機構投資於任何一種股票的金額可能相當大，如果股票的交易流動性不高，機構的大手交易可能會對股價造成嚴重壓力。機構可能會選擇具有較高交易流動性的股票(計算方法是將該公司股票最近一年的總交易量除以發行的股數)，以避免這種價格風險。

Gompers及Metrick (1998) 的研究亦有類似結果。機構持倉量大，可能有需要投資於交投活躍的股票。如果機構改變他們的投資組合，交易比個人投資者更頻

¹這研究亦假設了機構投資者傾向於投資規模較大的公司。

繁，可能亦會比較留意交易成本，而這成本是來自非流動或低價股票比例高的買賣差額。這項研究利用了公司規模、標準普爾 500 指數成份股、股份價格，及股份交投量作為流動性的指標，結果顯示上述各項流動性的變數在抽樣調查的對象中都一致地有正面影響；而在分析的大部份季度中，這許多變數都有明顯的數據支持。

Gompers 及 Metrick (2001) 最近的一項調查進一步確定，股票的交易流動性與機構所有權有正面關係。這研究分析機構投資者會選擇有甚麼特徵的股票，及其選擇對股價及回報有何影響。公司規模、交投量及價格(流動性的指標) 與機構所有權有緊密而持久的正面關係。

Dahlquist 及 Robertsson (2001) 亦指出，股票流動性是影響海外投資者投資決定的其中一個因素。他們利用 1991-1997 年間所有 352 家上市的瑞典公司作為研究對象，分析這些公司內決定外資所有權的因素，並找出擁有外資的公司一些共同特徵。他們發現，海外投資者一般都是一些互惠基金，他們對公司特徵的要求跟機構投資者的大同小異。結果顯示，海外及機構投資者同樣偏好市場的流動性。

Bhide (1993) 及 Roe (1994) 進行的實證研究卻提出了相反的觀點。他們認為市場流動性高會減低機構投資者大手持有股份的意欲，繼而減低交易的流動性。流動性較高，表示機構更難運用有利的資料獲利，因為其他投資者可從他們的交易去推敲內部消息(Bhide, 1993)。所以投資者大多會被動地投資(即累積小比例的股份)，而不持有大手的股份。Maug (1998) 亦發展了一個模式，研究流動性

與集中所有權的正面關係。這模式根據的理論是，較高的流動性可讓有內部消息的投資者大手地累積股票，而不怕消息外泄。流動性與高度集中的所有權之間的關係究竟是正面或負面，仍有待實驗查證。但無論有那方面的關係，似乎合理的結論是，交易流動性會影響機構投資者的投資決定。

4.2.1.5 股價波動

現代的投資組合理論指出，投資決定唯一要參考的是個別股票的市場風險 (Badrinath *et al.*, 1989)²。Gompers 及 Metrick (1997; 1998) 利用股票波動作為代表，衡量機構投資者如何穩健地作出投資決定。規管控制及法律責任通常可減低股票的可見風險。如果機構比個別人士更謹慎作出穩健的投資決定，則預期機構所有權與股價波動(即過往兩年每月回報率的差異)將有負面關係。實證結果顯示兩者有負面關係，但沒有太確切的統計數據支持。

Badrinath *et al.* (1989) 預期機構所有權的水平與總風險(即股票每月回報率的標準離差)有負面關係，因為投資組合經理會避免個別股票有大虧損，影響了投資組合的整體表現。有人甚至可能對投資經理採取法律行動，指控他們管理失誤。此外，Falkenstein (1996)發現互惠基金喜歡選擇股價波動的股票，以提高投資的回報率。上述例證並不能確切總結機構投資者喜歡股價波動大或小，但最低限度可以顯示股價波動是影響機構投資者投資決定的因素之一。

² 機構的投資組合經理必須同時評估每種股票的總風險(即是個別股票的價格波動)。

4.2.1.6 市場風險

Badrinath *et al.* (1989) 認為，雖然市場風險應該列為影響機構投資者投資決定的因素之一，但市場風險與機構所有權的關係並不清晰。持有高市場風險的股票可提高預期的回報，有助於減少投資組合表現低於標準的機會。由此可推測市場風險與機構所有權有著正面關係。另一方面，由於持有高市場風險的股票有潛在的法律成本，對預期的回報將有負面影響。如果投資經理所獲的獎勵報酬與表現掛鉤，而表現是由市場回報率作指標，投資表現勝於市場時，他們可獲「花紅」，否則便要承擔「損失」。如果預期沒有法律費用，投資經理便不用理會投資組合的市場風險，因為獎勵表現的報酬將會是零。但如果他們可能要負責法律費用，加上跟表現掛鉤的獎勵酬金計劃，投資組合表現遜於市場時，他們要負擔的成本將比表現優於市場時高。他們為了取得平衡，會選擇持有較低市場風險的股票。根據以上資料，我們難以確定市場風險及機構所有權之間的正面關係。話雖如此，機構投資者作出投資選擇時，市場風險肯定是其中一個考慮因素。

4.2.1.7 槓杆比率

與上述情況相似，要驗證機構所有權與槓杆比率兩者關係並不簡單 (Badrinath *et al.*, 1989; 1996)。由於槓杆比率與股票的總風險及市場風險同時有正面關係，所以與機構所有權可以有正面或反面的關係。我們找不到有力理據顯示槓杆比率(即債項與總資產的比例)與機構所有權的關係。

4.2.1.8 公司規模

許多研究指出，機構投資者作出投資決定前會考慮公司的規模。Badrinath *et al.* (1989; 1996) 認為，機構投資者主要將他們的投資活動規限於有較高公司市值的股票，而個別投資者則會集中於公司市值較低的股票。他們發現機構所有權與公司規模(以總資產計算)有正面關係。其他研究利用有價權益代表公司規模，發現規模與機構所有權的關係一致(Gompers and Metrick, 1997; 1998; 2001)。此外，Dahlquist及Robertsson (2001)指出，公司的規模(以公司年終的資本市值計算)越大，海外的機構投資額越高。這進一步支持機構投資者喜歡投資大公司的假設。

4.2.1.9 公司成立的年期

機構投資者作出投資決定前，利用公司成立的年期作為「穩健」的指標(Gompers and Metrick, 1998)。如果機構要比個別投資者更「穩健」，可以預期機構所有權應該與公司成立年期有正面關係。結果顯示，機構投資者選擇將較多資本投資在成立較久的公司。

4.2.1.10 在證券交易所上市的年期

Badrinath *et al.* (1989) 的研究指出，機構投資者較喜歡投資於在證券市場(這研究指紐約證券市場或美國證券市場)上市較久的股票。這可用「穩健的看法」概念解釋：股票在證券市場上市越久，看來越加「穩健」，因此吸引更多機構投資。Falkenstein (1996) 在一個驗證研究中亦發現，互惠基金多會選擇在證券市場上市較久的股票，對剛上市的公司興趣卻不大，因為評估它們的風險會牽涉

更多不確定因素。從以上研究所得的結論是，在證券交易所上市的年期是影響機構投資者投資決定的其中一個因素。

4.2.1.11 跨境上市

Dahlquist 及 Robertsson (2001) 認為海外投資者(主要是機構投資者)多會選擇投資於比較知名的公司，其中一個表徵是公司有沒有在其他證券市場同時上市。

一般來說，跨境上市的公司享有的知名度較高，機構投資者會較感興趣。投資於較知名的公司所需的查冊費用亦可相應減低。研究結果指出，機構確實喜歡這類公司，這跟機構投資者偏好投資於較少出現信息不對稱情況的公司的假設互相吻合。跨境上市是是影響機構投資者投資決定的一項因素。

4.2.1.12 帳面值-市值比例

Gompers 及 Metrick (1998) 發現，帳面值-市值比例較高的股票會錄得比其他股票更高的實際回報率，因而可以吸引更多機構投資。該研究計算帳面值-市值比例的方法是將最近一個在 6 月 30 日前完結的財政年度的帳面值，除以 6 月 30 日的公司規模(有價權益)。驗證結果支持他們的假設，就是大機構與其他投資者相比時較喜歡帳面值-市值比例較高的股票。

有些研究卻認為上述關係並不明確。Falkenstein (1996) 指出，Lakonishok *et al.* (1994) 的調查證實機構似乎喜歡「有吸引力的股票」，即帳面值-市值比例低的成長股。他們的假設是，股票以往的驕績讓投資機構可向客戶交代投資的組合；機構亦可能跟隨潮流購入這類股票。Fama 及 French (1992)就持有股票的喜好進行研究，亦有相似的發現，帳面值-市值比例高的股票似乎能帶來調整風險

後的高回報率(利用規模及公司市場風險兩個因素的模式)。另一方面，由於對帳面值-市值比例低的股票需求大，可能令它們的價格過高，削弱了將來的回報率。Falkenstein (1996) 的研究似乎找到例證指出互惠基金喜歡投資於有價值的股票(帳面值-市值比例高)。以上的研究眾說紛紜，難以為帳面值-市值比例及機構投資兩者的關係下一個確切結論。但有一點似乎能夠肯定的是，帳面值-市值比例會影響機構投資者的投資決定，但沒有確切事例可說明這影響有多深遠。

4.2.1.13 交易成本

Keim 及 Madhavan (1997)抽選了一些機構投資者，研究交易成本的幅度及決定因素。這些機構投資者掌握了紐約證券交易所 1991-1993 年間 21 所機構的股票交易全部資料³。交易成本包括了顯見及隱含的成本。經紀佣金等顯見成本比較容易計算；隱含成本包括了買賣造成的價格影響(還有的是稅項、票據交換及結算費用，但不同的買賣策略不會對這成本有多大影響)。買賣的價格影響，指交易價格與沒有進行交易的「安全」價格的偏差(當買賣商購入的價格在「安全」價格之下，買賣的價格影響可以是負面的；提供流動資金的人不用負擔成本，需要流動資金的人卻要付出成本。)他們發現總交易成本是重要的經濟因素，而且與交易難度及市場流動性有一定關係。結果顯示，制訂及評估投資策略時，瞭解交易成本是相當重要的(Chan and Lakonishok, 1993; 1995)。

Gompers 及 Metrick(1998)亦論述了交易成本對機構投資者投資決定的重要性。他們假設機構投資者選擇投資項目時，著眼點是流動性及交易成本。如果機構

³ 這些數據可說是具有代表性的，因為這 21 所機構在那段時期的交易活動涉及的款額相當龐大(共有 62,333 個買賣盤，市值約為 830 億)。

改變他們的投資組合，交易比個人投資者更頻繁，可能亦會比較留意交易成本，而這成本是來自非流動或低價股票的高比例買賣差額。他們另一個論點是，有些機構，特別是退休基金及儲蓄保險，預計投資年期通常比個別投資者長遠；許多這些機構投資者在很久以後才需要或甚至不需要付出本金，如果從溢價方面可取得均衡，將促使他們持有較少流動股票。這研究利用公司規模(有價權益)、標準普爾 500 指數成份股、股份價格及股份交投量(交投量除以發行的股數)作為流動性的指標，查證交易成本會否影響機構選擇其投資(機構所有權)。結果顯示，機構偏重流動性，並會選擇投資於大公司，表示交易成本雖然是重要的決定因素，但不及流動性及公司規模重要。

總括來說，機構投資者訂定投資決定時將會考慮交易成本及其他因素。

4.2.2 質量因素

4.2.2.1 財務報告的質素及資料披露

我們回顧的文獻中，許多學術報告及調查是有關機構所有權與被投資公司的資料披露質素之間可能存在的關係。根據羅兵咸永道會計師事務所 1999 年進行的調查，影響機構投資者投資決定的因素中，公司的財政報告及年報(最高得分 5 分之中平均獲 4 分)佔次要位置(最重要的是財務業績)。財務報告的質素及資料披露的重要部分包括：披露公司的策略及革新措施；在年報中，管理層討論及分析該年度業績及財務狀況的質素。差不多一半(47%)受訪的機構投資者表示，他們不會投資於財務報告資料披露欠佳的公司。

Bushee 及 Noe (1999) 找到事例顯示資料披露的質素對機構投資者的投資決定有重要影響。他們分析了公司內披露資料的做法與機構投資者的構成基礎之間的關係。他們衡量資料披露的質素時，參考了 4,314 個公司觀察報告，包括了 1982-1996 年間所有由 Association for Investment and Management Research (AIMR)(投資及管理研究協會)評級的公司，然後根據 AIMR 出版的每年公司資料披露排名來評估披露質素。他們假設機構投資者因以下多個原因而要注意公司資料披露的質素：

- 良好的資料披露可減少公司跟投資者之間所獲的資料出現不對稱情況。如果公司的資料披露較完善，可減少買賣引起的價格影響，機構投資者可能較喜歡這類公司(Healy *et al.*, 1999)。以往一些研究亦發現，機構傾向較大手投資於平均交投量較高的公司，與此一致的另一個論點是，機構偏好買賣對價格引起較少影響的公司(Falkenstein, 1996; Gompers and Metrick, 1998)。Diamond 及 Verrecchia (1991) 亦指出，高水平的資料披露可令買賣差價下降及減少大手成交可能反映的訊息，有利於減輕買賣對價格可能造成的影響。
- 披露的質素可能影響公司股票的潛在獲利機會。如果公司披露的資料替代了私人資料搜集，或向市場披露了東主的資料，可能損害本身的長遠價值。Kim 及 Verrecchia (1994) 有另一個看法：專業投資者的獲利能力來自他們詮釋公開訊息的卓越才能。故此，資料披露質素如何影響一家公司的獲利機會，要視乎其資料搜集及處理的能力。
- 公開披露有助機構投資者監管公司，並決定何時參與企業管治的活動。Bushman *et al.* (1999) 認為「有效地促進企業管治機制運作的一個重要元素是取得如何及為何使股票價值轉變的資料」(頁 1)。Smith (1996) 亦發現，CalPERS 是根據公開數據以選擇一系列公司作為實行股東積極主義的對象。因此，很多機構投資者可能偏好披露質素較好的公司，尤其它們選擇積極參與被投資公司的企業管治。

Bushee 及 Noe (1999) 調查不同類型的機構投資者，發現不同的結果，但總的來說，資料披露的質素應該是他們制訂投資決定的重要考慮因素。他們的研究結果顯示，投資組合交投量大及根據短線消息作多元化投資的短暫機構，會較大

手投資於披露質素較高的公司，並隨著披露質素提高而增持股份。採用指數策略的半指數化機構持有龐大及多元化的投資組合，一般甚少進行買賣，亦會較大手投資於披露質素較高的公司。但他們傾向於沽售披露質素低的公司的股票，卻不會即時增持披露質素較佳的股票，表示他們可能利用公開披露的資料，作為低成本的機制，監管其投資組合中各公司的業績。最後，一些專一的機構(即持有少數公司大量股份及投資組合交投量低)並不在乎披露的質素高低或任何改變，表示這些機構倚賴公開披露以外的資料。這項研究的結果亦提供了理據，支持不同類型的機構投資者因有不同投資目標，而令投資行為相異的說法。

Solomon *et al.* (2000a) 亦考查了資料披露質素對機構的投資選擇有多重要。他們在 1999 年進行了一項調查，在四個類別中(退休基金 44%、投資信託 15%、單位信託 11%、保險公司 25%)隨機抽選了 522 位英國基金經理作訪問。結果發現，差不多三分之一的回應者(共有 97 個回應)極希望企業多點披露其企業風險(評分表共有 7 級，平均得分為 5，而此項的得分有 6 或 7)，因為這方面的訊息有助於作出改善投資組合的決定。

其他研究對財務報告的質素及資料披露的重要性亦有相類似的結論。Mitton (2001) 抽選了 399 家印尼、韓國、馬來西亞、菲律賓及泰國的公司為樣本，分析在 1997-1998 年東亞金融危機中，顯著影響公司業績的各項變數(包括資料披露的質素)⁴ 在公司所佔的不同比重。他為資料披露的質素設定兩個指標：

⁴ 其他變數包括所有權的集中及企業多元化經營。

- 在金融危機發生初期，公司如果擁有在美國上市的美式預託證券(ADR)，資料披露質素會比較高，因為他們要遵守的匯報要求比自己國家規定的更多；而開拓了額外市場的公司，自然而然地會吸引更多投資者，其中包括要求披露更多會計資料的分析員。
- 公司如果是由六大執業會計師行其中一間核數，資料披露的質素會比較高，因為這些會計師行在維護利益方面有良好聲譽，較少機會遺漏處理公司財務報告內有問題的地方。

研究的結果指出，金融危機發生時，高水平的資料披露質素與較優秀的股價表現有密切關係。此外，有些國家在法例上並沒有要求公司有高質素的資料披露，但公司單方面改善資料披露的質素亦可為本身增值。

La Porta *et al.* (1998) 仔細研究了超過 49 個國家(包括普通法及民事法司法管轄區)的法律制度及保障投資者的準則。他們建議，改善資料披露質素可減少公司層面資料不對稱的情況及被人剝奪權益的機會。研究亦發現，會計準則在企業管治方面有舉足輕重的角色，可加深投資者對被投資公司的認識，而如果需要由法庭裁決，管理人與投資者間的合約也可更易獲得核實。

根據以上的文獻，資料披露的質素確實是影響機構投資者投資決定的最重要因素之一。

4.2.2.2 可取得的資訊

根據 Falkenstein (1996) 所說，資訊的通常性指標 (包括公司成立的年期及有關新聞報導⁵)與互惠基金所有權有極正面關係。他認為低調的公司要吸引投資組合

⁵新聞報導包括了在 *Atlanta Constitution*, *Boston Globe*, *Chicago Tribune*, *Christian Science Monitor*, *Los Angeles Times*, *New York Times*, *USA Today*, *Wall Street Journal* 及 *the Washington Post* 刊載的消息。

購買其股票可能需要較高查冊成本，此等公司亦需面對較大風險。研究結果顯示，基金喜歡投資於曾獲報章報導及上市歷史較長的股票，意思是說，機構投資者作出投資決定時會考慮是否有足夠的資訊。

4.2.2.3 企業策略

Hendry *et al.* (1999) 在 1999 年進行調查研究，訪問了英國 86 位基金經理、經紀行分析員、企業管理人士(包括行政總裁、財務總監、投資關係總監)及人力資源總監，發現企業策略會影響機構投資者的投資決定。研究結果指出，基金經理較喜歡經營策略簡單的公司，對那些策略複雜、難以理解的公司則加以提防。原因是經驗顯示，策略簡單的公司達到目標的機會較大。基金經理及分析員都重視一貫性，如果有跡象顯示公司的發展偏離核心業務，他們會特別關注。其中有些更表示不喜歡多元化，只要求行政總裁執行既定的策略。機構投資者作出投資決定前亦會考慮企業策略。

4.2.2.4 管理質素

Hendry *et al.* (1999) 在他們的訪問研究中提出，雖然一家公司的盈利表現由市場及生產力因素決定，但優良的人事管理亦可提高公司業績。人事管理的範圍包括：管理層參與制訂決策及引入新概念；開放的管理方式；高水平的管理訓練；由上至下的承接計劃；平衡年資長及新聘任的僱員；高層管理人員的推動力。結果顯示管理質素對盈利能力有重要影響。在意料之內，受訪的基金經理都較願意投資於管理質素較佳的公司。

4.2.2.5 審計質素

審計質素可能在多方面影響機構投資者對被投資公司的信心。審計有質素的意思是，審計師具備發現錯誤及不合規格地方的能力，並極可能將其列舉出來 (Gul and Tsui, 1998; Gul, 1999)。在眾多文獻中，五大會計師行的核數師獲公認擁有較高質素。Gul *et al.* (2001) 研究了 468 家澳洲公司，結果顯示，市場上認為如果公司的收益是由五大會計師行核實，提供的資料會多於不是由五大執業會計師行核數的公司。Teoh and Wong (1993) 在美國進行了一項類似的研究，發現市場對由五大會計師行核實的公司盈利有較正面的反應。我們根據上述的結果可以概括指出，機構投資者較喜歡聘用五大會計師行進行核數的公司。

Mitton (2001) 強調審計質素對公司資料披露質素有重要影響。正如資料披露質素一節中所討論，Mitton 的研究採用六大會計師行作為公司披露質素高的代表，發現核數師行的質素(一般認為六大會計師行的質素較高及更具可靠性)可能影響機構的投資決定。

此外，投資者對核數師獨立性的看法亦會影響他們評估各個投資項目。Dyxhoorn及 Sinning (1982) 進行郵寄問卷調查，分析對核數師獨立性的看法對利用財務報告作財務決定的人有甚麼影響。結果顯示，如果投資者認為核數師沒有獨立性，將會對投資前景有顯著的負面影響。但就算他們認為審計師的獨立性較高，亦不會帶來顯著的正面影響；原因可能是投資者認為審計專業具有獨立性是理所當然的，並不是甚麼特別因素，所以獨立性這個因素在他們的決策過程中不再有大影響。

我們從上述文獻得出的結論是，機構投資者作投資決定其中一個考慮因素應該是審計質素。

4.2.2.6 保守主義

機構投資者對有可能的投資項目作出評估時，另一個重要的考慮因素是穩健性的需要。Badrinath *et al.* (1989) 等的研究，分析了機構投資經理在履行運用客戶資金的受信責任時所表現的投資行為。他們指稱，市道欠佳時，選擇投資項目時採用穩健策略可為投資經理提供「安全網」。以下引述 Curzio(1987) 的論點正好說明如何穩健地作出投資決定：「如果基金經理投資 1,000 萬元於 B-股票，而遇上它大幅下跌，便可能職位不保。但如果這 1,000 萬元是投資在 B+或評級較高的股票，而其後股價大跌，他的投資決定便有理據支持。」「穩健投資」的定義是「業內公認相當穩妥的投資」。Badrinath *et al.* (1989) 的看法是，機構投資者為了避免引起訴訟，投資選擇傾向於「至少在表面看來是穩健」的項目(Edwards and Hubbard, 2000)。他們在研究中利用公司的特徵，包括：公司規模、交易流動性、整體風險及市場風險、槓杆比率、過往的業績、股息率及在證券所上市的年期等作為衡量穩健程度的指標。「安全網」這概念對投資經理非常重要。另一個可顯示穩健程度的是「外來驗證」的概念，即根據外間機構，例如標準普爾公司出版的 *Security Owner's Stock Guide*(《股東的股票指南》)等對股票評級。投資經理選擇只投資於獲標準普爾等外間機構評級高的股票，便可以減低風險。如果他們選擇的投資項目表現惡劣，只要能指出其他機構投資者亦認為這項投資合理，便不用承擔責任。獲標準普爾高度評級的公司，所獲的機構投資比例亦會較高。

Gompers 及 Metrick (1998; 2001) 亦分析了機構投資者與其他投資者投資行為相異的地方。他們利用公司規模、標準普爾 500 指數成份股、公司成立年期、股息率及股價波動作為穩健性的指標，並假設如果機構比個人更重視穩健因素，機構所有權與公司規模、標準普爾 500 指數成份股、公司成立年期及股息率應該有正面關係，而與股價波動則有負面連繫。對 1,300 家美國公司進行調查所得的結果證實了以上的假設。

上述的討論指出，穩健因素對機構投資者的投資決定有重要的影響。

4.2.2.7 社會或人力資源的資料披露

社會責任或人力資源資料的披露亦可能影響機構投資者的投資決定。Milne 及 Chan (1999) 抽選了 60 位英國投資分析員進行問卷調查，研究企業年報內的社會資料披露對投資決定的作用。他們發現，社會資料披露要在 1980 年代後才普遍獲得重視。早期的調查找到很少，甚至找不到社會責任對機構投資者投資決定的重要性(Benjamin and Stanga, 1977; Buzby and Falk, 1979)。近期的調查則指出，特別是有關環境保護的社會資料，對投資者作出投資決定過程有重要影響(Epstein, 1992; Deegan and Rankin, 1997)。無論是在財務報告內或在附加報告內的人力資源資料對投資決定亦有重要影響(Acland, 1976; Schwan, 1976)。Milne 及 Chan (1999)的研究指出，假設財務業績、風險、規模及行業等所有因素不變，年報內披露的社會資料對投資的影響不會超過 15%。

Shelley Taylor and Associates 在 1996 年進行的研究(Anonymous, 1997) 發現，機構投資者在訂定投資決定時，前所未有地關注「人力」或「知識」資產(包括道

德、企業價值觀、發展目標等)。他們收集的數據來自美國及歐洲 200 家股份公開交易的跨國公司，並考查了投資者所分析的 100 多種資料。他們亦列出了國際上規模及影響力最大的 62 個機構投資者的資料需要，因為這與企業的資料披露措施有關。其他的發現包括：

- 投資者對量度質量的事情更感興趣，其中包括：道德、企業價值觀、公司僱員的學歷及經驗和公司推行在職培訓及發展方面的承諾。
- 美國及歐洲的投資者未能獲滿足的資料需要非常相似。他們的需要如下：

| 披露不足的地方 | |
|-------------------|--------------|
| 對投資者最為重要但最少獲披露的資料 | |
| <u>美國投資者</u> | <u>歐洲投資者</u> |
| 研究及開發活動 | 研究及開發活動 |
| 資本開支 | 資本開支 |
| 計劃開支 | 計劃開支 |
| 附屬公司的分析 | 管理層的結構 |
| 價值 | 附屬公司的分析 |

我們綜合上述討論可概括地指出，機構投資者作投資決定時亦會考慮社會或人力資源的資料披露。

4.2.2.8 企業管治水平

大部份研究都發現，企業管治較優良的公司更能吸引機構投資者。McKinsey & Company (2000) 發表的 Investor Opinion Survey(《投資者意見調查》)強調企業管治對機構作投資決定時的重要性。這報告包含了 3 個由 McKinsey &

Company、世界銀行及 *Institutional Investor*(機構投資者)地區分會在 1999-2000 年間聯手進行的調查。他們的目標是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。

調查發現：

- 75%的回應者指出，他們評估是否投資於一家公司時，董事會常規最低限度跟財務業績同樣重要。
- 在拉丁美洲差不多一半回應者認為，董事會常規比財務業績重要。
- 80%的回應者指出，他們寧願付出較高的價格(相比於有同等財務業績，但管理不善的公司來說)購買公司管治優良的股票。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%。
- 亞洲及拉丁美洲的財務報告有其限制，質素又通常欠佳，機構投資者不會單單依賴財務資料，亦會留意董事會的表現；歐洲及美國的財務報告水準較高，企業管治的重要性相對地減低。因此，企業管治會影響機構投資者的投資決定，但其重要程度則視乎不同市場的企業管治水平。
- 機構投資者認為股東問責性相當重要，公司亦需要更多與股東溝通。提高股東問責性的方法是透過定期的溝通與股東發展關係(Coombes and Watson, 2000; Investor Relations Business Editorial Staff, 2000)。
- 事實證明，大部份機構投資者在訂定投資決定時已有考慮企業管治因素，這有力地支持企業管治改革。
- 研究結果指出，公司引入獎勵管理的計劃(例如優先認股)來刺激股價，吸引投資的機會將會大大提高。

1999 年，羅兵咸永道會計師事務所及新加坡證券交易所合作進行了一項調查，希望從投資者的角度來評估新加坡的企業管治情況，讓商業單位可更清楚其機

構投資者的期望。他們在 1999 年 10 月訪問了來自整個財經服務業的 47 位企業投資者，其中包括了證券交易商及經紀行、資產管理公司、銀行及保險公司。他們將調查問卷派發給 300 多間目標公司。調查結果顯示，投資者肯定地會考慮企業管治這因素，並樂於看到企業管治機制及水平有所改善。其他結果包括：

- 新加坡的企業管治水平所獲的評級比香港及日本稍高，並顯著地優勝於馬來西亞、台灣及韓國等二級資本市場。
- 調查進行時，商業道德及企業管治水平已獲改善(60%同意企業管治有少許改善，19%認為改善幅度相當大)；但上市公司在年報披露的資料仍然不足夠(74%的回應者希望上市公司主動地披露更多資料)。
- 93%的回應者表示，就算他們對公司獨立非執行董事的質素、資歷及經驗不滿意，仍會考慮投資於該公司。
- 89%的回應者表示，即使非執行董事的數目令人不滿意，他們也不太關注。
- 有待改善的範疇包括：
 - 增加披露董事及聯關方交易的資料。
 - 劃分主席及行政總裁的角色。
 - 更頻密地發表公司報告。
 - 更清晰地劃分公司的所有權及管理權；及
 - 更清晰地訂定董事的職責。
- 喜歡主動的自我監管制度：50%的回應者指出，投資業界應監察改善新加坡的企業管治水平；51%認為改革應由新加坡證券交易所推動。

Solomon *et al.* (2000a, 2000b)發表的兩篇論文，刊載了一個有關英國機構投資者對企業管治改革看法的調查結果。在 1999 年，此項調查在四個類別中(退休基金 44%、投資信託 15%、單位信託 11%、保險公司 25%)隨機抽選了 522 位英國基金經理訪問。結果發現，回應者一般來說都歡迎企業管治改革，並同意被投資公司應該引入更多企業管治改革(評分表共有 7 級，平均得分為 4.52 級)。改善投資者關係應居首要位置，因為這有助削減代理成本。

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) 與公司業績的關係。他發現，在該危機中，企業管治對公司業績有一定的影響。研究對象是印尼、韓國、馬來西亞、菲律賓及泰國等五個國家內 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。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。
- 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，顯示部門交差補貼是多元化公司在危機發生時價值下降的原因。

總的來說，以上的研究結果符合一個看法，就是在東亞金融危機中，企業管治改革對公司業績有正面影響，而遇上經濟困境時，企業管治對公司價值有較大之影響。

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亞洲國家/區域(包括香港)需要改善企業管治。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) 內 25 個新興市場，並列舉了事例，顯示東亞金融危機發生時，企業管治的法律制度如果薄弱，對貨幣匯價貶值及股市下跌的幅度有負面影響。他們利用合約的可執行程度(方法是評估司法效率、賄賂情況、法規及對企業管治的一般考核)及股東權利(包括 La Porta *et*

al., 1998 提出的反對董事之權利、債權人權利及會計準則等指標)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，「輕微的衝擊亦會觸發很多盜竊行為，繼而引起大幅度貶值」。作者在這個層面概括地指出，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。如果實際情況是這樣，我們可以引伸指出，企業管治是影響投資者投資決定的重要因素，尤其是遇到經濟危機的時候。

La Porta *et al.* 在 1997、1998、1999 及 2000 年分別發表了幾篇論文，廣泛地分析企業管治對公司外來融資的重要性。他們研究了 49 個國家的情況後指出，保障投資者的措施越多（作者特別強調法律保障），投資者(包括機構投資者)的信心會越高。他們亦發現對投資者的保障可促進金融市場整體發展。作者指出企業管治是影響金融市場發展及公司價值的重要因素。

其他研究分析了個別企業管治機制對機構投資者投資決定的影響。Vafeas (1999) 考查董事會召開會議的頻率與公司價值可能存在的關係。他分析了 1990-1994 年間 307 家美國公司的情況，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。董事會的不正常活動持續數年後，運作表現會獲得改善；如果該公司過往的業績欠佳及沒有參與企業控制的交易，改善的情況特別顯著。概括來說，研究結果指出，由董事會會議頻率來衡量的董事活動是董事會運作重要的一環，並影響公司的業績。

Pearl Meyer & Partners Inc 是一所行政人員薪酬顧問公司，以紐約為基地。他們在 1998 年進行了一項調查，訪問了 533 位互惠基金經理，結果如下：

- 58%的回應者表示他們的投資受行政總裁的薪酬水平影響。
- 71%表示，以股票為基礎的薪酬計算方法對他們有正面影響。
- 83%指出，如果公司有為高級行政人員的股份持有權訂定政策，最低限度間中對他們有正面影響。
- 90%會細閱公司每年代表報告中所列的補償及期權表。
- 49%分析了董事會補償委員會的信件。此等信件通常載有公司的補償制度及準則(Maxey and ten Wolde, 1998)。

1997 年 Wirthlin Worldwide 為 Russell Reynolds Associates 調查兩類美國機構投資者，主要是機構股東(範圍包括任職於政府及私人退休基金、儲蓄保險及機構投資管理部門的人士)及投資組合經理(即受聘管理機構股東的股票投資，例如資產管理公司、銀行及互惠基金管理公司等)。調查結果如下：

- 投資者作出投資決定時，公司董事會的質素是重要影響因素(四分一的投資者認為這因素極為或非常重要)。
- 投資者指出，他們沒有足夠資料評估董事會，尤其缺乏有關個別董事的基本資料，例如董事背景、營商業績紀錄及對董事會的貢獻；這表示投資者決定投資項目前，有興趣分析這類資料。
- 投資者更加關注董事會的組成問題。評估董事會時，會同時留意公司內部董事及外間董事的組合，及有沒有董事具備一些對策略有關鍵影響的才幹。
- 董事的種族及性別多樣化並不對投資決定形成重要影響。雖然這問題引起關注，但對投資決定的影響卻不大。不少投資者認為多樣化有其重要性，但只有少數(4%)曾因為董事會缺乏種族及性別多樣化，而決定不投資於該公司。
- 投資者認為由外間團體，包括中立、獨立的觀察員或股東中的積極份子來評估董事會最為適合。
- 投資者強烈認為，董事會要更積極地淘汰表現欠佳的董事。
- 投資者認為繼承計劃的安排是行政總裁及董事會雙方的重要責任。

- 投資者比較喜歡行政總裁的角色跟主席分開，獨立的主席可監察公司行政總裁及管理高層的工作。
- 投資者反對限制行政總裁的報酬。
- 大部份都支持董事持有股份及取消外間董事的退休金，以統一董事的利益。
- 機構投資者對他們投資的公司已有適度的影響，不怕提出意見，顯示他們願意在被投資公司內的企業管治擔當監管的角色。

有些論著分析機構投資者的監管對本身的投資決定有甚麼影響。Shleifer 及 Vishny (1997) 全面探討世界各地的企業管治系統，指出所有權的集中是「優良企業管治系統其中一個元素」，而機構投資者可能喜歡投資於機構所有權比例較高的市場(或公司)，因為這是有效管治的指標。

上述文獻回顧的結論是，企業管治應該是影響機構投資者投資決定的其中一個重要因素。

4.3 總結

本章的目標是列舉機構投資者評估可能作出投資及現有投資項目時所需的數量及質量資訊。我們回顧了一些文獻以搜集這些影響因素。下列是影響機構投資者投資決定比較重要的數量及質量因素：

- 財務業績
- 未來的現金流量
- 股息率
- 股票的流動性
- 股價波動
- 市場風險
- 槓杆比率
- 公司規模
- 公司成立的年期

- 在證券交易所上市的年期
- 跨境上市
- 帳面值跟市值比例
- 交易成本
- 財務報告的質素及資料披露情況
- 可取得的資訊
- 企業策略
- 管理的質素
- 審計質素
- 保守主義
- 社會或人力資源的資料披露
- 企業管治的水平

上述因素已納入我們的訪問問卷或網上調查問卷之內。下一章將概述本研究的取向及採用的方法。

第五章 研究方法

5.1 引言

首四章是本研究的背景資料。我們詳述了研究的目的，並進行文獻回顧，及為機構投資者角色提供分析架構，最後列舉了機構投資者的資訊需要。這四章有助於研究機構投資者在香港的角色。我們將在這一章概述這研究收集資料的取向及採用的方法。

5.2 研究取向

由於本研究的目的是調查國際機構投資者對香港企業管治水平的看法，深入的訪問及網上問卷調查應該是最適當的方法。我們利用這些訪問及調查主要收集以下的資料：

- 找出可能影響他們投資決定所需要的企業資訊。
- 確定他們對香港企業管治適當水平的看法。
- 確定他們對香港上市公司普遍存在的家族股份持有結構的看法。
- 確定他們對尋求在香港上市的中國公司，其企業管治制度的水平及類型有何期望。
- 就是否需要在香港引入新的企業管治措施(包括：企業管治評級及得分)徵詢他們的意見。

進行訪問及派發網上調查問卷以前，要先進行兩個必要的步驟。這將在以下

5.2.1 節及 5.2.2 節中討論。

5.2.1 識別機構投資者

我們與香港投資基金公會(HKIFA)及香港證券學院(HKSI)的行政高層進行討論，找出香港有那些主要的機構投資者；並徵詢了證監會，識別有可能成為機構投資者的單位。本研究的籌劃委員會成員在工作進度會議上，亦就識別機構投資者事宜提出意見。我們根據這些建議，為深入訪問及網上問卷調查設定了受訪對象。

我們採用深入訪問作為搜集原始數據的方法，原因有多個。首先，這方法有多方面功能，有助我們收集深入及詳細的資訊。訪問者可隨時提出其他問題，取得額外資料。第二，相比於其他調查方法，訪問者可以有較好的控制。例如：訪問者可確保受訪者是預先獲甄選人士，並可安排及控制訪問的環境。最後，採用訪問方法最大的優點是可以在較開放及自由的情況下收集資料，更深入地瞭解機構投資者的看法。

另一方面，網上調查問卷可分發給更多不同機構投資者，看法將更有代表性，而且可節省時間及符合成本效益。我們承蒙香港投資基金公會(HKIFA)及香港證券學院(HKSI)協助，識別香港其他機構投資者回應網上問卷調查；並代我們向選出的回應者發出網上問卷，務求取得更高的回應率。

5.2.2 綜合的文獻回顧

我們綜合回顧了以下問題的學術文獻及機構投資者調查：

- 機構投資者的角色及對公司業績的影響 (參看第 2 章)。我們基於這些文獻回顧發展了一個分析架構，瞭解他們在香港的角色 (參看第 3 章)。

- 機構投資者作出投資決定時所需要的企業資訊。這回顧提供了基礎，有助我們設計訪問及網上調查問卷的問題(參看第 4 章)。

以下列舉一些主要的學術期刊及由國際專業組織進行的國際機構投資者調查(參考書目部份另載其他詳細資料)。

5.2.2.1 學術期刊

- Journal of Accounting & Economics
- Journal of Accounting Research
- The Accounting Review
- Journal of Finance
- Journal of Applied Corporate Finance
- Journal of Financial Economics
- Accounting, Organisations & Society
- Journal of Financial & Quantitative Analysis
- Contemporary Accounting Research
- Columbia Law Review
- Journal of Law & Economics
- Stanford Law Review
- Academy of Management Journal

5.2.2.2 機構投資者的意見調查

- 由羅兵咸永道會計師事務所及新加坡證券交易所合作進行的 Corporate Governance 1999 Survey of Institutional Investors (《企業管治 1999 - 機構投資者調查》)。
- McKinsey & Company 出版的 Investor Opinion Survey 2000 (《投資者意見調查 2000》)
- 里昂信託證券亞洲有限公司出版的 CG Watch – Corporate Governance in Emerging Markets, April 2001 (《新興市場的企業管治》)

5.3 深入訪問

我們在證監會、香港投資基金公會及香港證券學院協助下，擬訂了主要國際機構投資者的初步訪問名單，加上研究籌劃委員會成員的意見，最後選取了 13 位

人士接受訪問(見附錄 1)。其中 11 位是資產管理業的翹楚，另外 2 位則代表在香港擁有私人財富基金的投資銀行。

我們根據上述的文獻回顧草擬訪問問卷，並在工作進度會議上討論，收集研究籌劃委員會成員的意見。我們更進行模擬訪問，以評估初步反應，並檢查問題是否清晰及計算所需時間。最後根據回應將訪問問卷定稿(見附錄 2)。

5.4 網上問卷調查

我們進行網上問卷調查基於以下兩個原因：

- 回應問卷的人士都是國際機構投資者，大都會上網。我們可以善用這科技取得比較高的回應率。
- 可準確及有效率地收集數據，因為原始的數據可以直接輸入我們的資料庫，大大省卻輸入數據的時間。

我們根據以上的文獻回顧草擬了網上的調查問卷，並花了相當長時間修訂問題，力求去蕪存菁，能在 30 分鐘內完成。問卷先由香港城市大學會計學系 5 位教研人員試行回答，以測試他們對內容的初步反應及檢討問題的表達方法，並計算所需時間。我們收集他們的回應意見後，據此修改問卷，務求能盡善盡美。網上的調查問卷載於附錄 3a。

其後我們再因應籌劃委員會成員的回應意見而再行精簡問卷，經再行修訂之網上調查問卷載於附錄 3b。我們為了避免「消閑的網上漫遊人士」胡亂地回答問題，特別設定用戶登入識別編號及密碼分發給各回應問卷的人士(網上問卷的網址是 <http://fbweb.cityu.edu.hk/tailormade/acjt>)。香港證券學院及香港投資基金公

會是次在行政支援方面給予我們莫大協助，不但分發問卷，更逐一跟進他們的會員，以確保取得高回應率。

我們抽選的回應問卷人士均是在香港有投資的機構投資者。我們在香港投資基金公會及香港證券學院會員名單內抽選了 195 位，向他們派發網上問卷。其中 158 位是香港證券學院的公司會員，36 位是香港投資基金公會的會員，另一位是香港投資者公會(Hong Kong Institute of Investors) 主席。如果香港證券學院的公司會員其唯一及主要從事的業務是股票經紀的話便不在選取之列。

5.5 數據分析

第 6 章將概述深入訪問的結果。我們亦會採用統計學的工具分析網上調查問卷的回應。下一章將討論訪問問卷及網上調查問卷的結果。

5.6 總結

我們採用面對面的個別訪問形式作為收集資料的基本方法。向受訪者提出的問題，事先均參考了有關文獻，其中包括了機構投資者對企業資訊有甚麼需要的問題。我們亦透過一個網上調查問卷搜集其他有關資料。預期透過這兩個研究方法，我們可深入了解回應者對香港企業管治及機構投資者各個問題所採取的態度及看法。下一章將詳列這些訪問及網上問卷的調查結果。

第六章 研究結果

6.1 引言

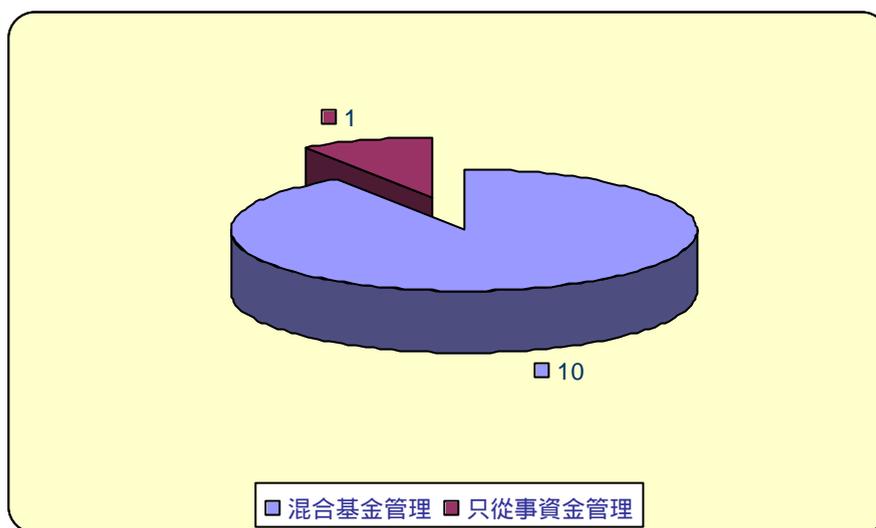
我們主要採用兩個方法搜集有關機構投資者角色的資訊，分別是深入訪問及網上問卷調查。這一章將概述這些訪問及網上問卷的結果。首部份列出受訪者的背景資料，之後是整體研究結果的概要及討論，並在適當時候利用第四章的文獻回顧及詳細引述受訪者的觀點來支持論點。第二部份與首部份類似，提供回應網上調查問卷人士的背景資料，繼而討論研究結果。

6.2 深入訪問

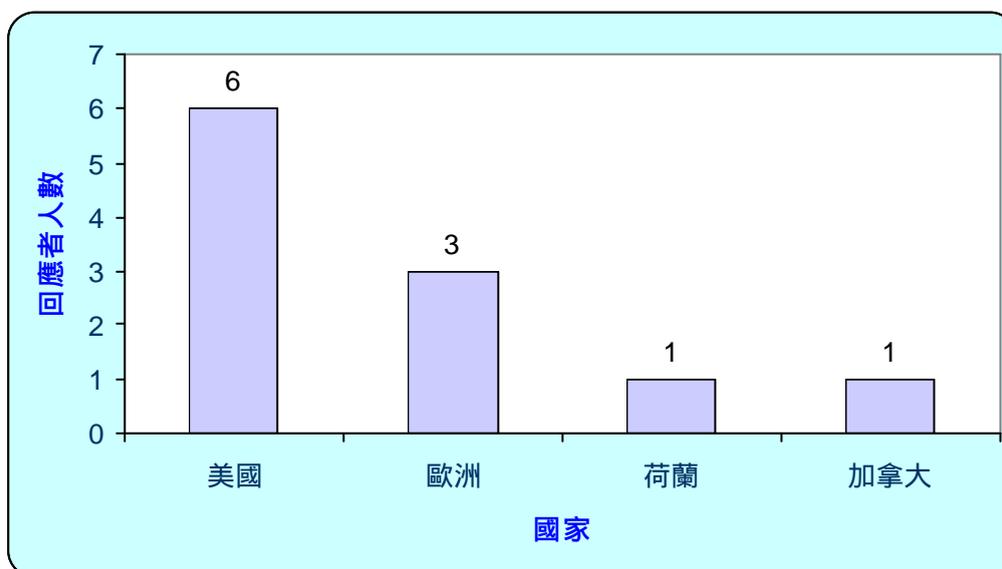
我們採用一份「訪問問卷」統一所有訪問，並提供指引。我們共安排了 11 個訪問，受訪者都是獲挑選的資產管理公司的機構投資者。13 位受訪的機構投資者中，11 位來自資產管理公司，其餘 2 位代表投資銀行。他們的背景迥異，但對香港企業管治水平卻有類似的看法。故此，我們在以下的背景資料簡介部份並沒有納入代表投資銀行的受訪者，但研究結果部份則包括了他們的回應。以下是 11 位機構投資者的背景資料簡介：

受訪者背景資料簡介

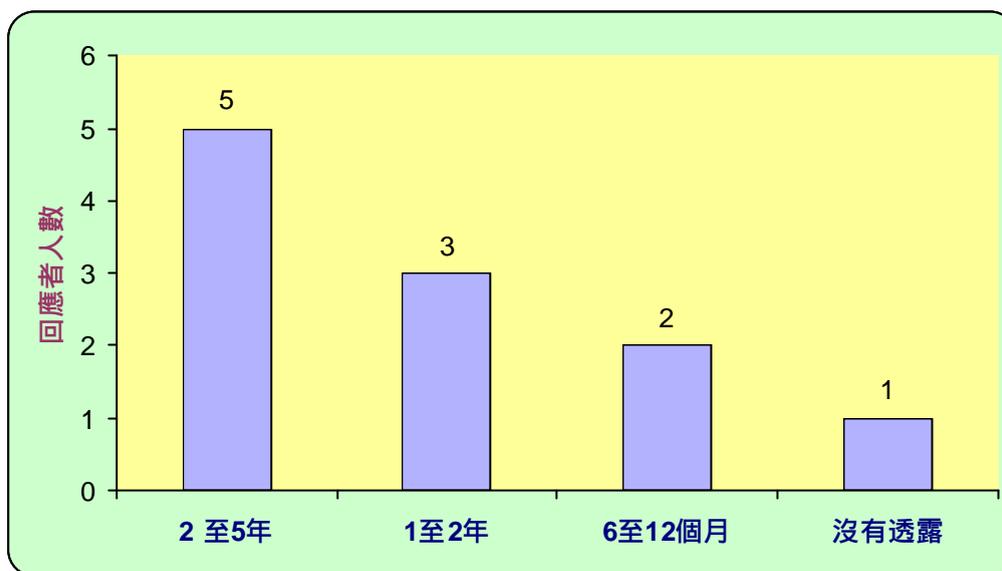
- i) 業務類別 – 大部份受訪者均從事一系列不同的資產管理業務，其中最主要的是退休及互惠基金。混合基金管理包括私人投資基金、資金管理、投資銀行業務、保險、投資及單位信託。



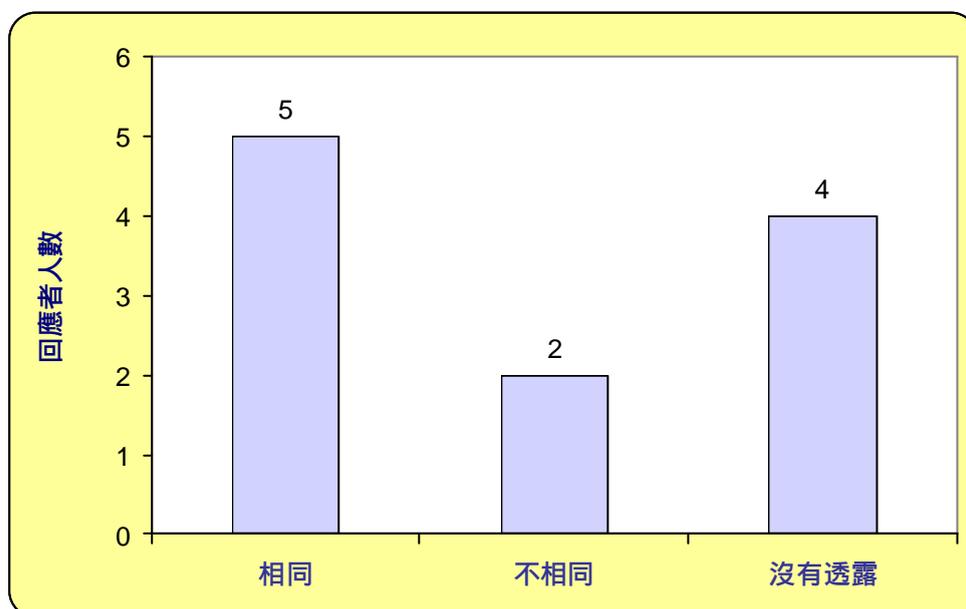
- ii) 機構所屬國家 – 大部份受訪者的公司都以美國為基地。



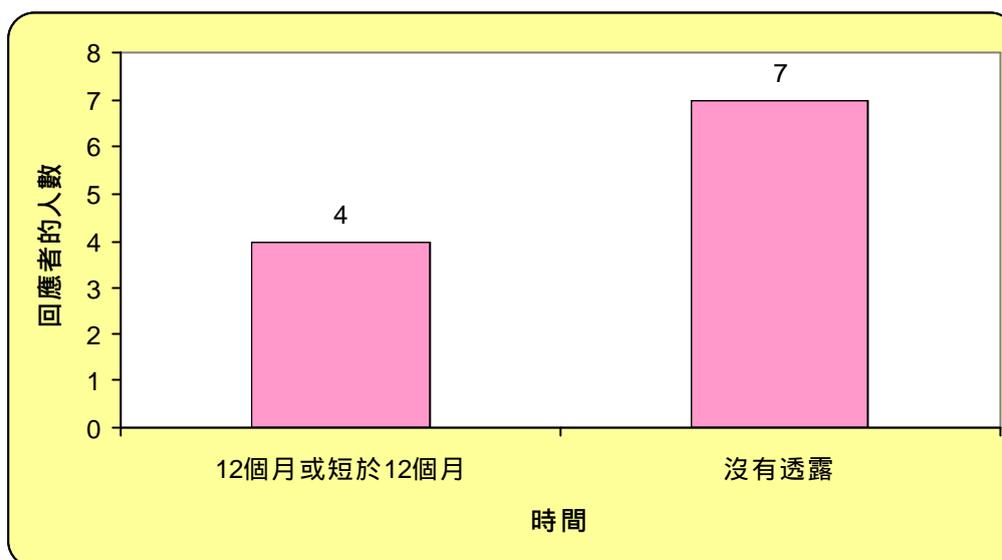
iii) 在香港的投資組合的平均預計投資年期 – 5 位回應者的平均預計投資年期是 2 至 5 年。



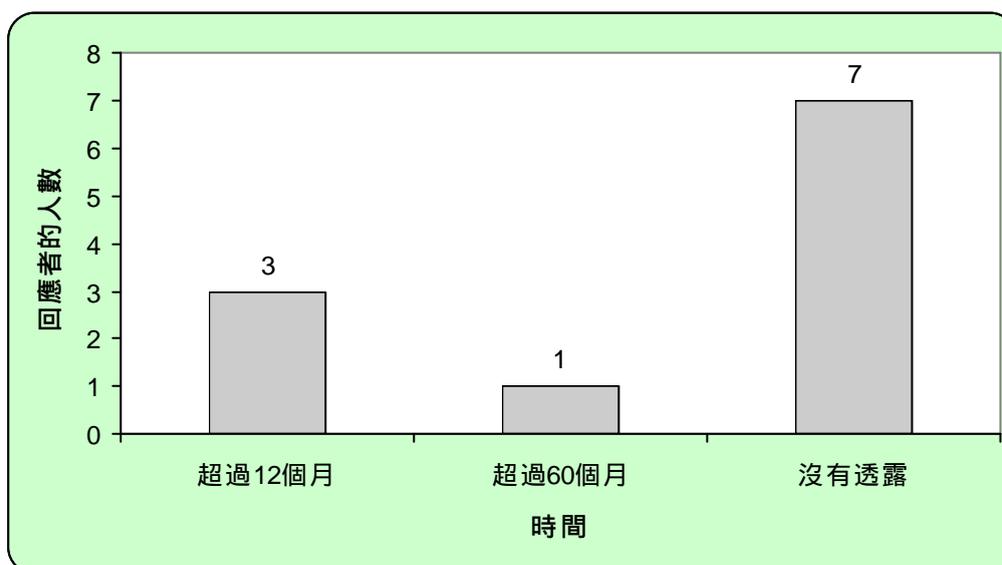
iv) 投資組合的平均年期 – 有 5 位受訪者在所有資本市場(包括香港)的投資組合平均年期相同。



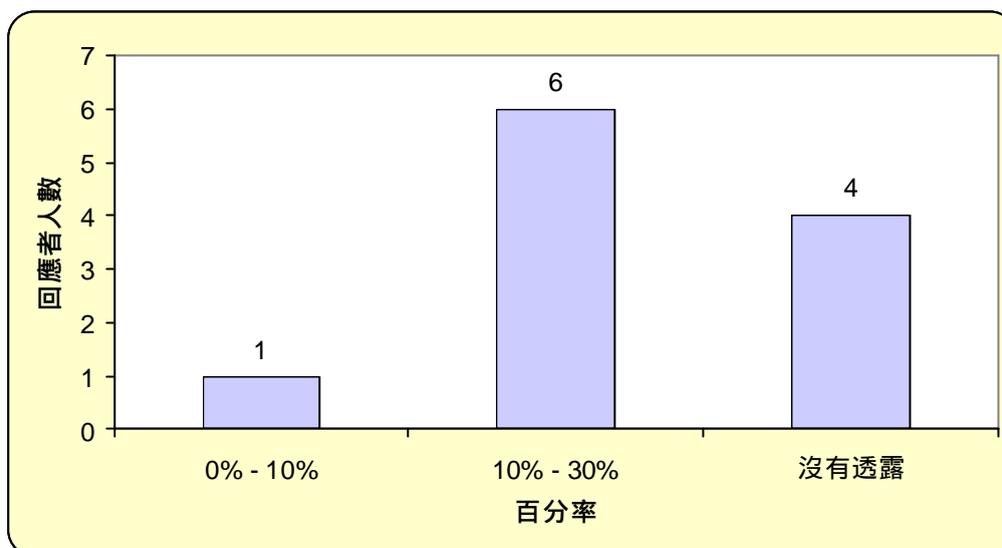
短線投資的定義 – 4 位受訪者認為 12 個月以內的投資屬短線投資。



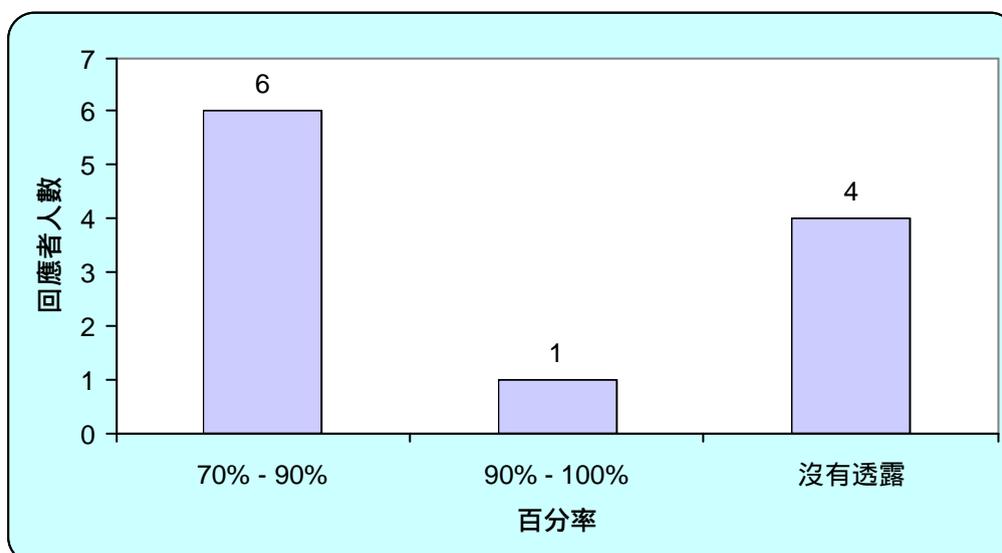
長線投資的定義 – 4 位受訪者認為超過 12 個月的投資屬長線投資。



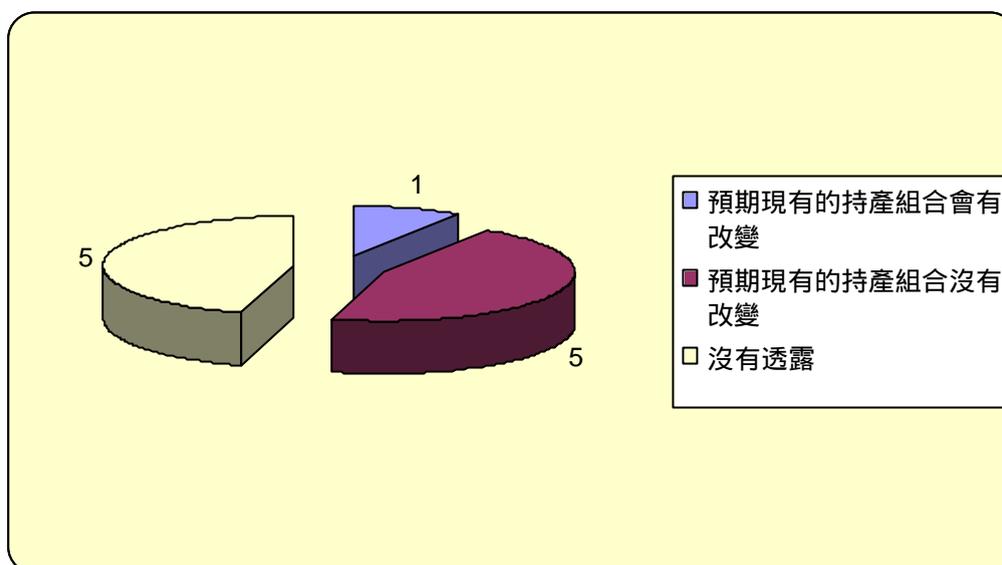
v) 短線投資佔總投資組合的百分率 – 大部份受訪者表示他們的短線投資佔總投資組合的 10% 至 30%。



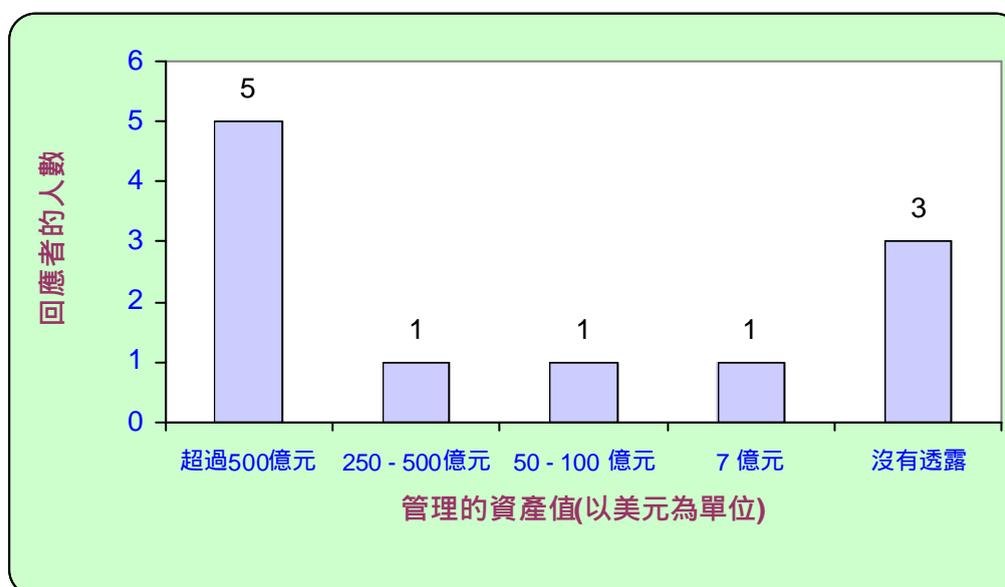
長線投資佔總投資組合的百分率 – 大部份受訪者表示他們的長線投資佔總投資組合的 70% 至 90%。



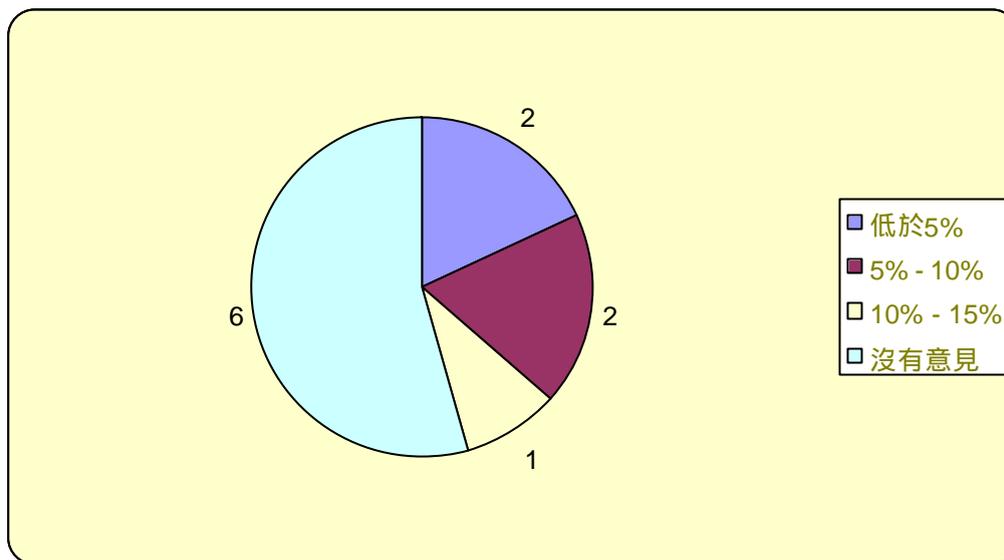
vi) 現行持產組合的預期改變 – 差不多一半受訪者表示在短期內不會改變其持產組合，因為現時已是最優組合。



vii) 機構的規模(管理的資產價值) – 差不多一半受訪者管理的資產超過 500 億美元。



viii) 機構的市場佔有率 – 大約一半受訪者估計他們的市場佔有率低於15%。



ix) 地點

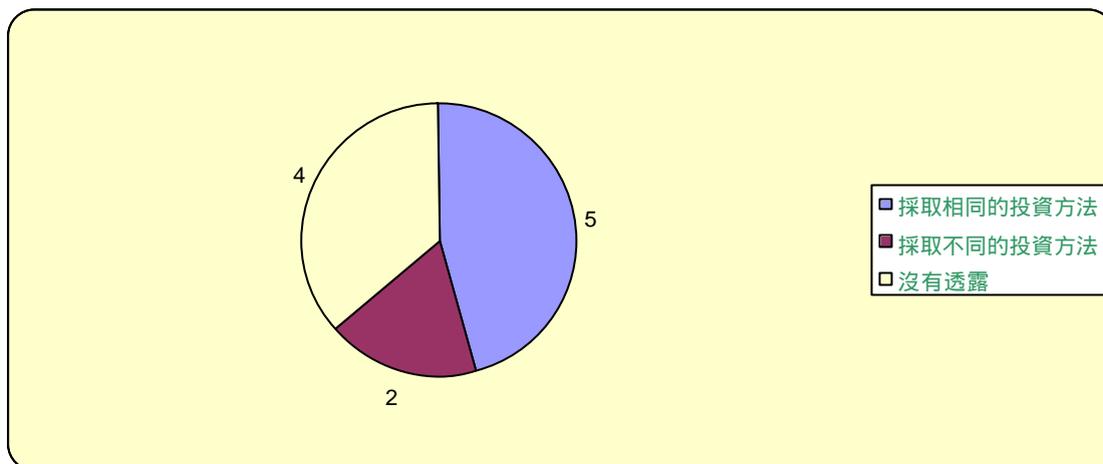
投資的地方 – 大部份回應者現時均有在香港投資。

以下的圖表列出他們現在有投資的國家、地區或匯兌：

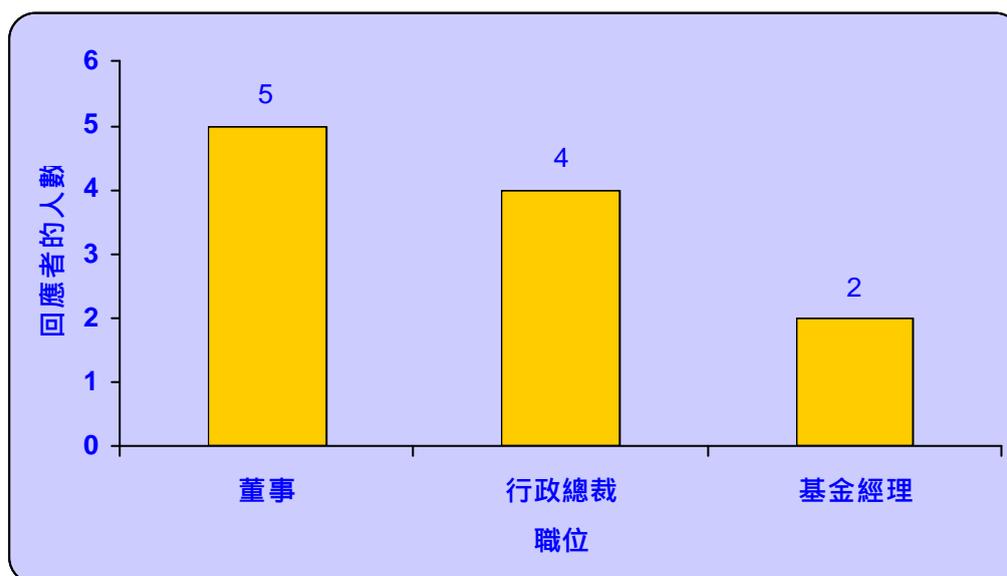
| 從沒投資 | 以往有投資但現在沒有 | 現在有投資 | 國家、地區或匯兌 |
|------|------------|-------|----------|
| | | 8 | 香港 |
| | | 8 | 台灣 |
| 1 | | 7 | 中國大陸 |
| 1 | | 7 | 馬來西亞 |
| 1 | | 7 | 印尼 |
| | | 8 | 新加坡 |
| | | 8 | 曼谷 |
| 1 | | 7 | 東京 |
| 1 | | 7 | 法蘭克福 |
| 1 | | 7 | 倫敦 |
| | | 8 | 澳洲 |
| 1 | | 7 | 美國 |
| 1 | | 7 | 加拿大 |
| 2 | 1 | 5 | 拉丁美洲 |

其中三位受訪者沒有提供任何資料。

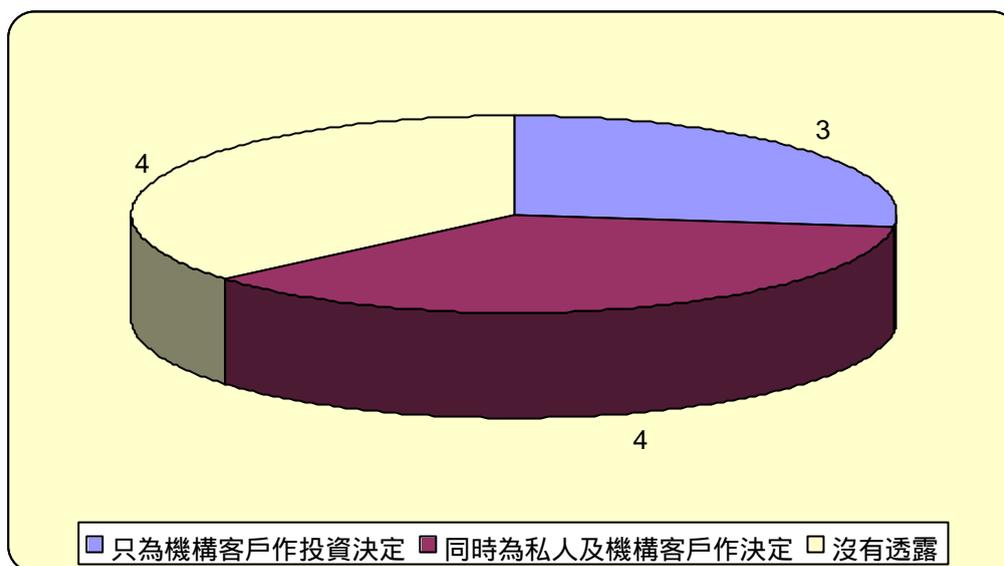
xi) 投資取向 – 約一半受訪者指出，他們在香港採用的投資方法或策略跟其他市場不同。



xii) 職位 – 大部份受訪者是資產管理公司的董事或行政總裁。



xiii) 投資責任的程度 – 約一半受訪者指出，他們同時替其公司的私人及機構客戶作出投資決定。



6.3 訪問結果

6.3.1 企業資訊需要

我們根據有關機構投資者企業資訊需要的文獻回顧，要求受訪者將一些公司內部因素依重要性排列(由「最重要」排至「不重要」)。回應者將各因素的重要性排列如下：

最重要：

- 管理質素
- 過往的財務業績
- 未來的財務業績
- 未來的現金流量
- 企業策略
- 財務報告的內容 (包括註釋)
- 可取得的資訊

重要：

- 股息率
- 交易流動性
- 股價波動
- 市場風險

- 槓桿比率

頗為重要:

- 公司規模
- 每股市值與每股帳面值的比例
- 審計的質素(是否由五大執業會計師行核數)
- 交易成本
- 企業管治

不重要:

- 公司成立的年期
- 在證券交易所上市的年期
- 跨境上市
- 保守主義
- 企業的社會責任披露，例如：環保項目

總的來說，差不多所有回應者都表示他們不會特別注意宏觀因素，但承認進行投資決定時可能考慮部份這些因素。以下將集中討論機構投資者對企業資訊需要的研究結果。

6.3.1.1 管理質素

大部份回應者將管理質素列為影響投資決定的最重要因素，而誠信是促進質素的關鍵元素。他們認為，如果管理質素高，被投資公司制定的企業管治機制會相應地更有效用。另一方面，如果管理質素不可靠，任何的企業管治機制都只是虛有其表，沒有實質效用。沒有太多受訪者認為企業管治對他們的投資決定有重要影響。他們知道其重要性，但沒有明確列入任何評估標準內一併考慮。但一位在英國公司工作的回應者透露，明年其公司將在香港採用「英國企業管治指引」。這指引明確地將企業管治機制列入評估標準中，其中包括行政總裁雙重身份、董事會結構、董事會規模、董事會獨立性、董事會屬下委員會(例如:提名委員會、薪

酬委員會及審計委員會)的角色及功能、執行董事的薪酬、非執行董事的角色、董事獨立性等。

以上所述的調查結果，與英美較早前進行的研究結論一致，就是管理質素是影響機構投資者投資決定的其中一個主要因素。例如：Hendry *et al.* (1999) 在英國進行的訪問研究中指出，一家公司相對的利潤表現，主要視乎市場及生產力的因素，但優良的人事管理可改善公司業績，繼而吸引機構投資者的資金投資。

以下就上述結果引述一些受訪者的看法：

- 「營造優良管治環境的主要因素是管理質素，例如：他們的業績記錄。」
- 「我們評估有意投資的項目時，管理質素非常重要，尤其是管理層的業績記錄、誠信及他們有否以股東的利益為大前提。」

6.3.1.2 財務業績及其他有關因素

11 位回應者中，7 位認為過往及未來的財務業績、未來的現金流量及財務報告的資料披露質素對他們的投資決定有非常重要影響。11 位中 6 位指出，企業策略在他們進行投資決策時亦非常重要。

大體來說，這兩項發現與 Badrinath (1989)在美國進行的研究結果一致。他指出，機構投資者作出投資決定時考慮的因素包括：公司規模、過往的財務業績及交易的流動性。較近期在美國進行的一項研究與是次香港的調查亦有相類似的發現。

Gompers 及 Metrick (1998) 認為，公司規模、股息率、流動性及個別股票過往的表現可能影響機構投資者的投資選擇。

以下就上述結果引述一些受訪者的看法：

- 「歸根究底，最關鍵的是企業業績。但業績優良的企業通常都具備良好的企業管治。」
- 「我們一直在評估各公司過往及未來的財務業績，所以這兩個因素(對我們的投資決定)是重要的。」
- 「我們會先考慮盈利及增長，之後才研究企業管治各項事宜。」
- 「被投資公司的企業管治會影響我們的投資決定，但不是決定性因素。影響我們投資選擇最重要的因素依然是企業業績。」
- 「我們作出投資決定時會參考企業管治，但這只是邊際因素(即不是關鍵推動因素)，因為我們會持有「管治非常劣質」的股票。「關鍵推動因素」包括盈利能力、產生收益和自由現金流量的能力及管理。面對模稜兩可的情況時，我們會選擇具有較佳企業管治的公司。」
- 「企業管治唯一影響我們投資決定的地方是，如果該公司具備優良的企業管治，我們會繼續持有其股票。」
- 「我們一直有留意企業管治，...(但)... 很明顯，我們持有的股票亦包括了企業管治一團糟的公司。」

以上概述的調查結果是一些對機構投資者投資決定有重要影響的公司內部因素。

以下將概括列出有關企業管治事宜的研究發現，主要包括：獨立非執行董事的質素、家族所有權、企業管治和業績及企業管治水平。

6.3.2 企業管治事宜

機構投資者作出投資決定時，其中一個考慮因素是企業管治。以下概述他們對企業管治的一些看法：

6.3.2.1 獨立非執行董事的質素

大部份受訪者認為優良企業管治最重要的機制是獨立非執行董事的質素。如果他們不恰當地履行其角色及職責，便不可能有優良的企業管治。許多受訪者都質疑是否有「真正獨立」的非執行董事存在，因為香港的商業社會「關係密切」，特點是有大量家族公司。就算獨立非執行董事具備資格符合所有獨立準則，例如：沒有家族關係等，但他們是「互有關連」的，互相出任對方公司的董事，所以回應者懷疑他們是否「真正獨立」。

回應者的看法吻合 Chen 及 Jaggi (2000)在香港進行的一項研究。他們發現，獨立非執行董事與董事會內董事總數的比例，跟財務資料披露的全面性有正面關係，但相比非家族控制公司來說，這種關係在家族控制公司內比較薄弱。這結果顯示，獨立非執行董事在家族控制公司內的效能比較低。羅兵咸永道會計師事務所(2000)進行的一項調查卻有不同發現。回應該調查的大部份人士公開表示，就算他們不滿公司內獨立非執行董事的質素、資歷和經驗，仍會考慮投資於該公司；他們也不大介意非執行董事的數目是否足夠。

以下就上述結果引述一些受訪者的看法：

- 「我們質疑獨立非執行董事是否真正獨立。」
- 「現在的情況是，獨立非執行董事不敢或沒有打算提出己見。他們不清楚本身有多獨立。」
- 「香港上市公司的董事只報喜不報憂。」
- 「獨立非執行董事的角色是質疑管理層和公司的方向，並要負責管治及所有企業管治事宜。」

- 「我們不肯定獨立非執行董事有多獨立。管理層仍然負責公司的營運決策，並選擇性地披露資訊。現時設立企業管治機制只是未雨綢繆。」
- 「獨立非執行董事的資歷、商業知識及獨立性都是重要的。」

6.3.2.2 家族所有權

許多回應者指出，香港的家族所有權妨礙優良企業管治發展。只有一位受訪者認為，所有權集中於管理層手中能拉近管理人與股東之間的利益，有助股東的股份價值的最大化。由於董事會是由有控制權的家族主導，就算獨立非執行董事願意有效地發揮功能，亦可能遇到困難。他們在許多公司內跟有控制權的家族或許沒有關係，但由於是經主席或行政總裁委任，可能會受其支配。一位回應者認為，少數股東應有權委任一名代表進入家族控制公司的董事會，以保障本身的利益。這位代表或許應該是提名委員會的成員。其他受訪者認為所有提名委員會的成員都應該是獨立非執行董事。

這些看法符合 Claessens *et al.* (2000)的研究。該研究分析了東亞區 2,980 家公司，發現所有權及控制權分開的情況在家族控權公司及小型公司內特別普遍，而超過三分之二的公司是由單一個股東控權。此外，在股權集中的公司內，管理人通常是控權股東家族的親屬，而成立年期較長的公司大都是由家族控權的。這些特點可能增加小股東利益被剝削的機會。有關家族所有權在香港的角色，我們的調查發現跟 Claessens *et al.* (1999)另一研究相呼應。從這些結果看來，回應者注意香港家族所有權的問題一點也不意外。至於提名委員會的問題，值得注意的是 Ramsay *et al.* (2000) 的研究，他們調查了 12 位澳洲機構投資者，發現大部份受訪者都同意提名委員會成員應由公司的獨立非執行董事出任。

以下就上述結果引述一些受訪者的看法：

- 「我們評估被投資公司的企業管治水平時會研究它的所有權結構及公司與投資者之間的溝通渠道。」
- 「香港的所有權結構妨礙了改善本地的企業管治環境。另一個問題則是與關聯方交易。」
- 「香港上市公司的所有權結構與西方市場不同，所以西方的企業管治機制方案通常不適合於本地使用。」
- 「家族股東可以無視小投資者的權利。」
- 「香港上市公司其中一個主要問題是沒有明確分割所有權及控制權。很多時候，管理層本身就是公司的大股東，不受革職的威脅，亦不用對其他股東負責。」
- 「主席持有股份(特別是主席的所有權超過機構投資者)對我們的投資有好處，可確保他們以股東的利益為大前題來管理公司。」

6.3.2.3 企業管治及業績

所有受訪的機構投資者均認為，企業管治長遠來說可改善公司的業績或降低資本成本。他們願意為有較優良企業管治的公司付出溢價。

Mitton (2001), Johnson *et al.* (2000) 及 La Porta *et al.* (1998)等的研究均支持優良企業管治可改善公司業績這個看法。這些研究的結論一致：優良企業管治對公司業績有正面影響，特別是在發生金融危機或不景氣的時候。McKinsey & Company (2000) 進行的調查指出，機構投資者願意為管治較好的公司付出溢價。

以下就上述結果引述一些受訪者看法：

- 「公司的企業管治事宜應該反映在業績上，繼而反映在股價上。」

- 「我們相信優良的企業管治可改善業績及促進少數股東的積極參與。」
- 「有確實證據顯示優良企業管治可帶來出色的業績。」
- 「在新興市場，我們願意付出更高的溢價。」
- 「我們會在賄賂問題嚴重的市場設定一個溢價，投資於這些公司時要求取得更高的回報。」
- 「我們相信優良的企業管治長遠來說可改善業績。」
- 「我們投資香港的 H 股公司將需要一個較高的風險溢價，而這些公司一般來說有較高的盈利潛力。此外，H 股公司的資料披露比香港公司優勝。」

6.3.2.4 企業管治水平

我們要求受訪者以優良及惡劣的企業管治來辨別他們所投資的公司。他們列舉了十六家上市公司，其中八家被認為具有優良的企業管治，並可與國際企業管治水平互相比較。另外八家則被列為管治惡劣（公開相關公司之身份潛在著敏感性問題，所以不作公佈）。不過，他們亦會考慮投資於企業管治未達國際水平的公司，只要所獲的回報足以補償感覺上較低的企業管治水平。

各受訪人士亦列舉了一些他們從不會投資的公司，例如：第三及第四線公司，因為其管理層的誠信並不可靠。他們認為這些公司沒有企業管治可言。

回應者一般認為香港整體的企業管治大大落後於國際水平，但遠勝馬來西亞、印尼、泰國及菲律賓等東南亞國家。其中一位受訪者的忠告是：「如果香港不在這方面加快腳步，將會喪失競爭優勢。」

有些回應者指出，他們喜歡在香港投資，而不選擇新加坡是因為香港政府較少干預企業策略。香港公司訂定企業決策時考慮的是效率，並不受政府措施或特權影響。故此，雖然新加坡的企業管治水平似乎較佳，投資於香港的公司比投資於新加坡更能有效地將股東的利益擴至最大。大部份受訪者認為，應該對在香港上市的中國大陸公司有類似的企業管治要求。

羅兵咸永道會計師事務所的 2000 Survey of Institutional Investors (《2000 機構投資者調查》) 亦有類似觀點。該調查的結果顯示，新加坡的企業管治水平所獲的評級稍高於香港及日本，並明顯超越馬來西亞、台灣及韓國等二級資本市場。里昂信託證券亞洲有限公司一項調查研究了 25 個新興市場的 495 家公司，結果亦顯示香港及新加坡的企業管治水平評級高於印尼及韓國等國家 (CLSA, 2001)。

以下就上述結果引述一些受訪者看法：

- 「香港約 600 家上市公司中，少於 60 家(即低於 10%)的企業管治水平達到國際標準(「國際標準」以英美的標準為典範)。」
- 「香港有管治優良的公司，但數目相較美國來說實在微不足道... 數目不超過 10 家。」
- 「香港的企業管治水平比美國、英國及澳洲低。」
- 「香港的企業管治水平低，但資料披露尚算可以。」
- 「香港現時的企業管治水平不算太差 ...」
- 「香港的企業管治正健康地發展，逐步形成規管架構。」
- 「香港的企業管治水平與現代的思維還有一段距離。」
- 「整體來說，香港的企業管治制度不壞，而且有關的環境正在改善；證監會及香港交易所正致力提高企業管治水平。但香港的法例，特別是與國際標準比較時，顯得不太完善。」

- 「我認為香港 4 家管治優良的上市公司分別是匯豐、和記黃埔、恆基兆業及中華電力。」
- 「香港 5 家管治優良的公司是匯豐、利豐、德昌電機、太古及香港中華煤氣。」
- 「匯豐銀行及新鴻基地產都是企業管治優良的公司。」
- 「在香港上市的公司中，太古、匯豐及恆生都有優良的企業管治。」
- 「香港相對其他亞洲國家來說沒有貪污問題。我們在亞洲區的投資，香港佔的比例屬第二大，僅次於日本，香港的公司管理良好，有較優良的企業管治，所以吸引我們的資金流入。」
- 「我滿意香港資料披露的水平，正由於這個原因，香港能在眾多亞洲市場中脫穎而出。新加坡正致力改善，但香港依然比新加坡好。我認為新加坡在某些範疇的資料披露並不真正具有透明度。」
- 「比較在香港上市的 H 股公司和以香港為基地的上市公司，我們會給前者一個折價。」
- 「中國大陸改善企業管治的步伐越來越快，有關當局堅決要落實。他們對獨立非執行董事的規定比香港更進步。」
- 「中國大陸在爭取發展企業管治仍然相當原始，並處於起步階段，但實際上步伐比香港快，原因是當地的所有權及管理層的分界線很清晰，而且他們比香港人更願意學習及適應新環境。」
- 「新加坡大部份公司是由政府營運的...不錯，他們不會剝削股東的利益，但我對公司的營運方法是否真正對股東有利有所保留。這些公司披露的資料亦不足夠。」

機構投資者在香港企業管治可扮演甚麼角色? 下一節將討論他們本身的看法。

6.3.3 機構投資者的角色

我們根據 Brancato 劃分股東種類的架構設計問題，為機構投資者在香港的角色定位。

6.3.3.1 企業管治的積極參與者

大部份回應者表示沒有積極監管被投資公司，原因之一是在這些公司的持股比例低，所以缺乏權力。

這與 Edwards 及 Hubbard (2000)的論點相同。他們指出，雖然機構所有權整體來說增加了不少，但機構投資者並沒有因而控制他們投資的公司。不過，我們的調查結果與以往的研究相異。一些研究發現，機構投資者應該樂意及有興趣監管被投資公司(Smith 1996; Holland 1998; Nesbitt 1994; Hartzell and Starks 2000)。研究結果不一致的原因可能是對機構投資者不同的目的缺乏瞭解。他們是否積極參與被投資公司的企業管治受不同動機(或抑制因素)影響。

此外，我們的受訪者發現採用「漫步華爾街」方式更為有效，如果他們對管理政策有異議，便沽出手上的投資。Ramsay *et al.*'s (2000)所訪問的澳洲機構投資者亦有相同觀點。他們認為「沽售的選擇」比機構投資者插手解決問題更符合經濟原則。一位回應者舉例說明，她曾嘗試反對管理層一項會影響公司長遠業績的決定，但始終表決失敗。股東採取這種行動在香港企業界屬於罕有。大體而言，受訪的機構投資者認為機構股東積極主義差不多不存在。

以下就上述結果引述一些受訪者看法：

- 「我們監管被投資公司時一般都是被動的，決定是否採取行動會考慮該項投資是否我們『核心持產』的一個部分。」
- 「我承認我們一直沒有積極參與被投資公司的企業管治或監管，例如：我們絕少表決；但會進行不積極的監管，包括：出席周年大會；留意管理質素、企業策略及公司關聯方的交易。除非出現『極端情況』，我們從沒有行使表決權。」

- 「我們作為機構基金，應該更積極參與被投資公司的企業管治。可是由於香港市場跟美國等海外市場文化不同，我們未能這樣做。香港與海外的機構投資者文化不同，前者傾向於選擇「沽售」策略，而不採取行動監管被投資公司。但隨著香港的企業管治改善，這種策略可能會改變。」
- 「香港交易所應該維持監管市場的角色，不應該讓市場內的人士參與這項工作，否則將帶來混亂。」
- 「就算政府採取一些積極措施，仍然有重重困難，所以我們也不願意更積極參與被投資公司的企業管治。」
- 「我們預期香港推行強積金計劃後，機構投資將會增加。強積金將會改變現有的平衡，更多資金會從零售轉往機構。我們希望達至的平衡是 50% 機構投資及 50% 零售業務。」
- 「我們(機構投資者)不錯要負責觀察(監察公司的管理)...但我認為作為觀察者，不應該有舉足輕重的角色，因為我們不是管理層(出任董事參與管理)的一份子。」
- 「相比於美國來說，香港的機構投資者十分不積極。」
- 「我們作為機構投資者應該更加積極監管被投資公司，但有些困難妨礙了我們的行動。由於市場及投資基礎增長，我們的投資實際上比以前更多元化，所以更難集中不同股東的聲音；同樣重要的是缺乏表達意見的正式途徑。那樣的文化仍未在香港發展起來。」
- 「香港企業管治相比其他市場來說已有改善，所獲的評級將會提高，繼而吸引投資者(包括機構投資者)增加投資。」
- 「中國的盡責調查要求更高，機構投資者傾向於為 H 股及紅籌付出較高的折價。」
- 「機構投資者在香港沒有權利。他們不能以訴訟解決問題，因為費用實在太昂貴。他們只製造許多噪音...」

6.3.3.2 強制執行問題

一些受訪者發現，他們作為機構投資者會牽涉強制執行的問題。機構投資者要積極監管被投資公司，其中一個困難是缺乏權力。部份回應者認為應該賦予證監會更大權力，調查不遵守《上市規則》及其他有關企業管治指引的公司。其他回應

者認為不可以將企業管治立法或加以規管，而應該推動企業管治成為優良企業文化的一部份。

這種看法與 La Porta *et al.*'s (1998)的研究結果相符。他們認為，在對投資者保障較少的司法管轄區內，強而有力的執法制度可權充代替品。機構投資者可能會選擇投資更多於較嚴格執法的市場，尤其是在對投資者法律保障不足的市場。

以下就上述結果引述一些受訪者看法：

- 「雖然香港要改革企業管治，但應該是自發推動的。」
- 「這是雞與雞蛋的情況。你希望政府做多點，但又不願意企業管治太過受制肘。」
- 「我們支持香港的企業管治改革，但更理想是態度及行為同時有改變，而不單是修改規則。」
- 「企業管治改革是整個文化的問題。我們要先弄清楚，而不是單靠嚴格的規則。」
- 「在某程度上，香港一些上市公司管治不良是因為本地上市規則及規例不嚴格...尤其是執行不嚴及處罰過輕。」
- 「提高香港企業管治水平的過程應該是漸進的。我們起初可能做不了多少事情，但有關的文化會逐漸形成。」
- 「企業管治改革仍然應該是自發的，不應透過立法推行。」
- 「強制執行是個問題。如果董事(包括審計委員會成員)不遵守法律或規例，例如：失職，便應該接受處罰，譬如解除職務。」
- 「證監會及香港交易所要負責香港上市公司的管治。」
- 「香港交易所及證監會應該更清晰劃清它們的規管責任。現時的情況有點混淆。例如：香港交易所所有牟利的動機，並協助有質素的公司在香港上市，但又同時負責規管香港的上市公司。所以規管的權力應該賦予證監會。」
- 「證監會應該負責企業管治事宜。」

- 「香港交易所及證監會只是花瓶機構。他們沒有實際處理任何問題。香港交易所涉及太多既得利益，多會要求公司自行規管。」
- 「不同規模的公司不應該有不同的企業管治標準。應該訂立固定的標準才是。」
- 「我認為業績較差的公司比其他公司更需要企業管治。」

以上概述了回應者對香港企業管治事宜的看法。以下將討論他們對香港企業管治改革的意見。

6.3.4 企業管治改革

所有回應者均支持企業管治改革。其他有關機構投資者是否支持類似改革的調查 (Solomon *et al.*, 2000a; McKinsey & Company, 2000; PricewaterhouseCoopers Singapore and Singapore Exchange, 2000)亦得出相同的結果。最關鍵的因素是管理層改善公司企業管治的意願及誠信。如果他們相信企業管治對公司有利，並且可以將股東的股份價值擴至最大，其他所有企業管治機制亦能發揮功效。因此，特別在香港家族所有權普遍的情況下，委任獨立非執行董事是最重要的機制。他們需有獨立的判斷力，又有適當水平的專業才能，能夠在董事會及其委員會上提問重要事項。

一項類似的調查(Ramsay *et al.*, 2000)訪問了 12 位澳洲機構投資者(Ramsay *et al.*, 2000)，結果大致與上述相同。大部份回應者認為獨立非執行董事，特別是他們的資歷，對營造優良企業管治環境有重要影響。

以下就上述結果引述一些受訪者看法：

- 「企業管治的效應可能不會在短期內反映出來，但以後將會越來越重要。香港在這方面暫時比較落後。我們應該加把勁趕上。」
- 「香港改善企業管治對我們有利。」
- 「我們支持香港的企業管治改革。」
- 「改革企業管治後，外界會發現管理質素、資料披露質素及盈利都有所改善，相信香港公司的評價將獲提高，在市場佔有的位置順理成章會擴大。」
- 「我們希望香港能改善其企業管治水平，但香港有緊密的人事關係，要改善管治將困難重重。」
- 「規管企業管治改革的方法應該按照國際的做法。」
- 「我們發現在亞洲，就算有企業管治的規則或條例，大部份公司都不會遵守，所以規例必須非常嚴厲才會收到應有效果。」
- 「由於做生意講求關係，要『在一夜之間扭轉局勢』相當困難。我們當然支持香港改革企業管治，並同意機構投資者要負起監管的角色。」
- 「我們認為訂定規例可提高香港的企業管治水平，但可能不是有效的方法。」
- 「不同類型的上市公司，例如：恆生 100 指數公司或非恆生 100 公司，最好採用不同的企業管治標準。」
- 「獨立非執行董事的角色及董事會屬下委員會(審計委員會、薪酬委員會及提名委員會)對被投資公司的企業管治有重要影響。」
- 「我們評估被投資公司的企業管治水平時，其中會考慮的事項包括董事會成員的質素及組合。」
- 「獨立非執行董事的概念是營造優良管治環境其中一個重要成份。」
- 「要有較高水平的企業管治，其中一個要素是要訂定明確的決策程序，而這樣的程序需要一些制衡及監控，包括：設立獨立非執行董事。」
- 「理論上，設立獨立非執行董事應該有助解決香港家族所有權結構所引起的問題，但我懷疑在香港的企業環境是否可行。」

- 「要提高香港企業管治的水平，我們需要有更好質素的董事(包括執行及非執行的董事)，並且改善財務報告及資料披露，即透明度，特別是關聯方交易的披露。」
- 「少數股東應該有表決權委任獨立非執行董事。」
- 「每季的季度報告對投資者非常重要。」
- 「每季的季度報表是其中一個可加以改善的地方。」
- 「有需要披露更多香港公司內關聯方交易的資料。」
- 「現時其中一個需要是改善財務資料披露的質素。」
- 「披露企業策略及財務狀況詳情可加強公司的透明度，對於營造優良管治環境非常重要。」
- 「標準普爾評級很有用，被投資公司應盡量提高透明度。」
- 「董事會會議的頻率及質素可能對營造優良企業管治環境不太重要，但董事酬金則事關重大，例如：以公司認股權方式付給管理層的酬金是否太高。」
- 「審計、薪酬及提名委員會要執行任務將會有困難。如果市場內的企業管治水平高，委員會便可有效發揮功能，否則情況便不一樣。」
- 「香港推行強積金計劃有利於企業管治。由於所有人要將收入撥入強積金，預期有關香港公司企業管治的討論將會增加，這問題將逐漸受公眾關注，有關的文化亦會慢慢發展起來。」
- 「加強投資者溝通對提高公司的企業管治水平非常重要。」

下一節將總結以上的主要研究結果。

6.4 總結訪問的主要結果

我們訪問了 11 位機構投資者及 2 位投資銀行家，以下將概述主要的結果：

- 管理質素是影響他們投資決定的最重要因素。
- 影響他們投資決定的非常重要因素包括：過往和未來的財務業績、未來的現金流量、財務報告的資料披露質素及企業策略。

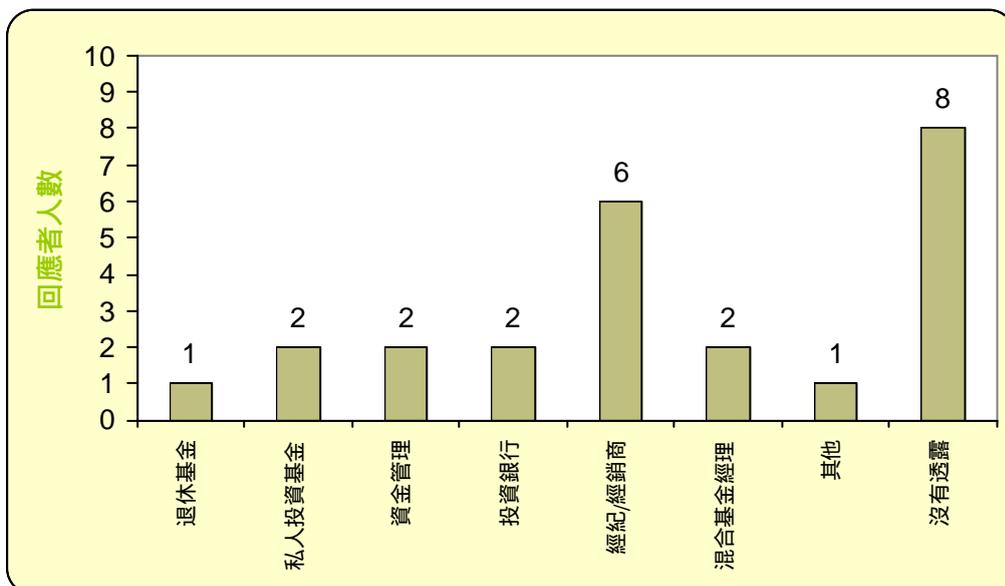
- 優良企業管治最重要的機制是獨立非執行董事的質素。
- 香港的家族所有權妨礙了優良企業管治的發展。
- 企業管治長遠來說將改善公司的業績，而他們將為具備較好企業管治的公司付出溢價。
- 假如回報夠高，他們仍願意投資於企業管治未達國際水平的公司。
- 大部份回應者都沒有積極監管被投資公司。
- 回應者認為應該賦予證監會更大權力，調查不遵守企業管治指引的公司，但不可立法或以規管手段達致企業管治。
- 所有回應者均支持香港的企業管治改革。

6.5 網上問卷調查

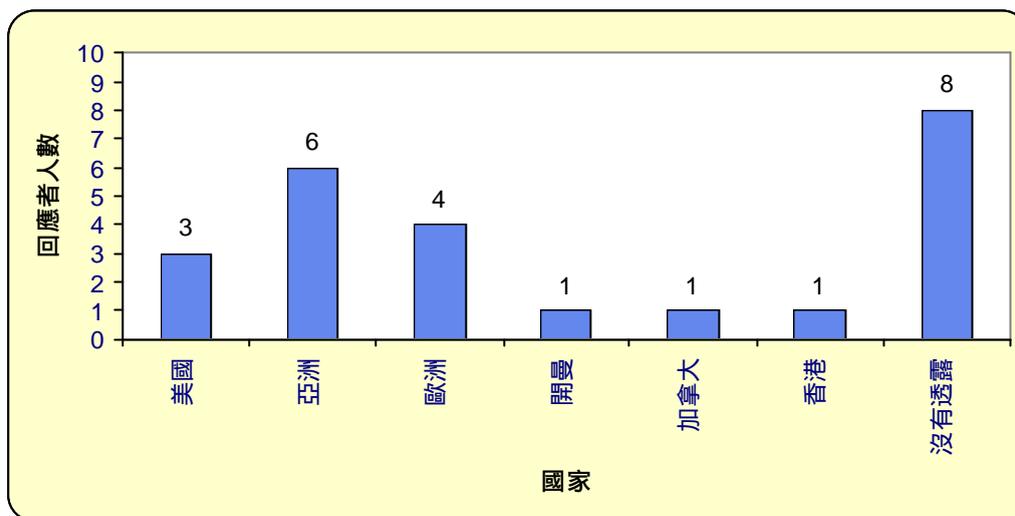
我們除了利用深入訪問，亦透過兩份網上問卷調查更廣泛地搜集國際機構投資者對香港企業管治水平的看法。回應率是 12.3% (共收回及分析了 24 位回應者的資料)。

回應者背景資料簡介

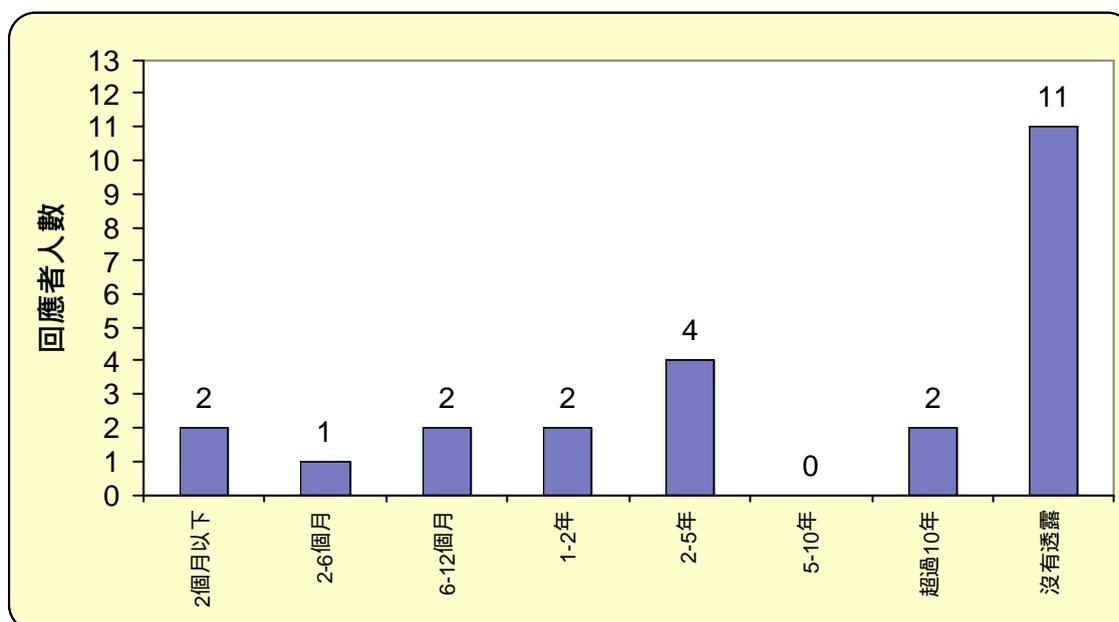
i) 業務類別 – 回應者從事不同業務。我們的抽樣調查並沒有包括單一及主要從事經紀/經銷業務的機構。但有些經紀亦從事基金管理服務。



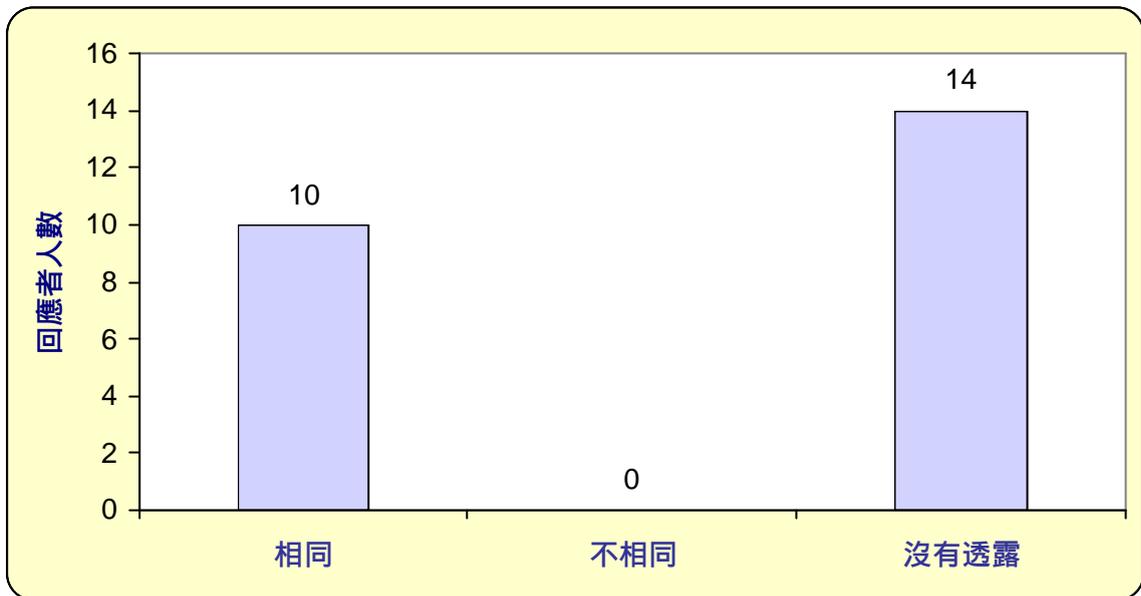
ii) 機構所屬國家 – 大部份回應者來自美國、亞洲及歐洲等國家。



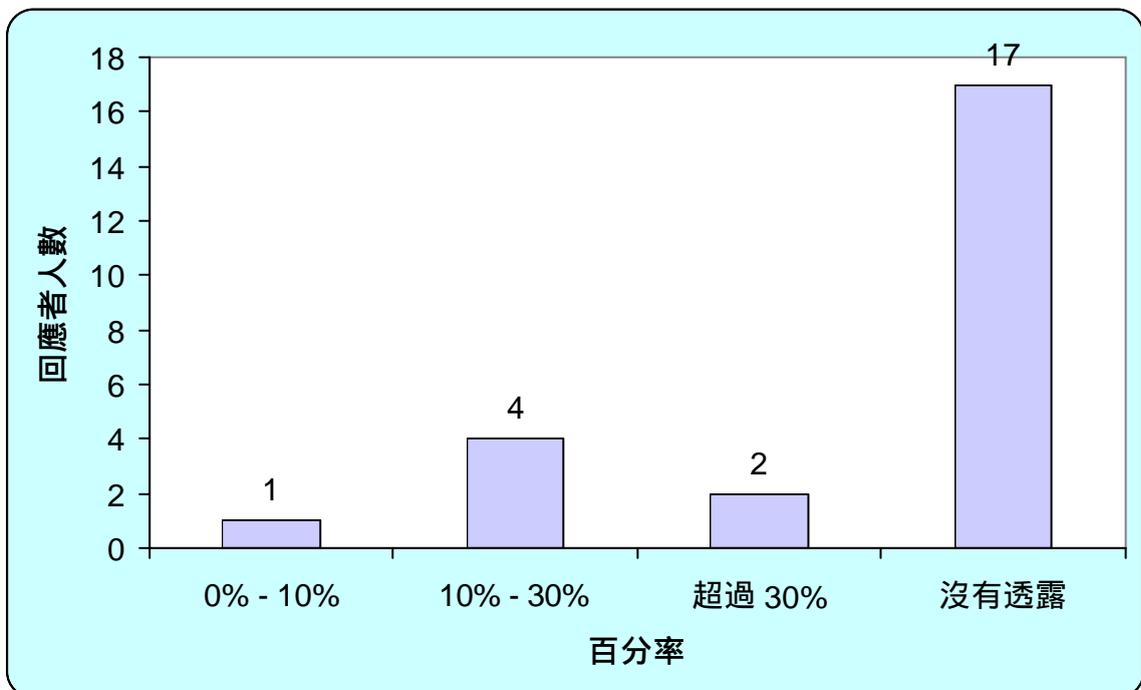
iii) 在香港的投資組合平均預計投資年期 – 回應者各有不同的年期。最短的平均年期是 2 個月以下，最長的超過 10 年。



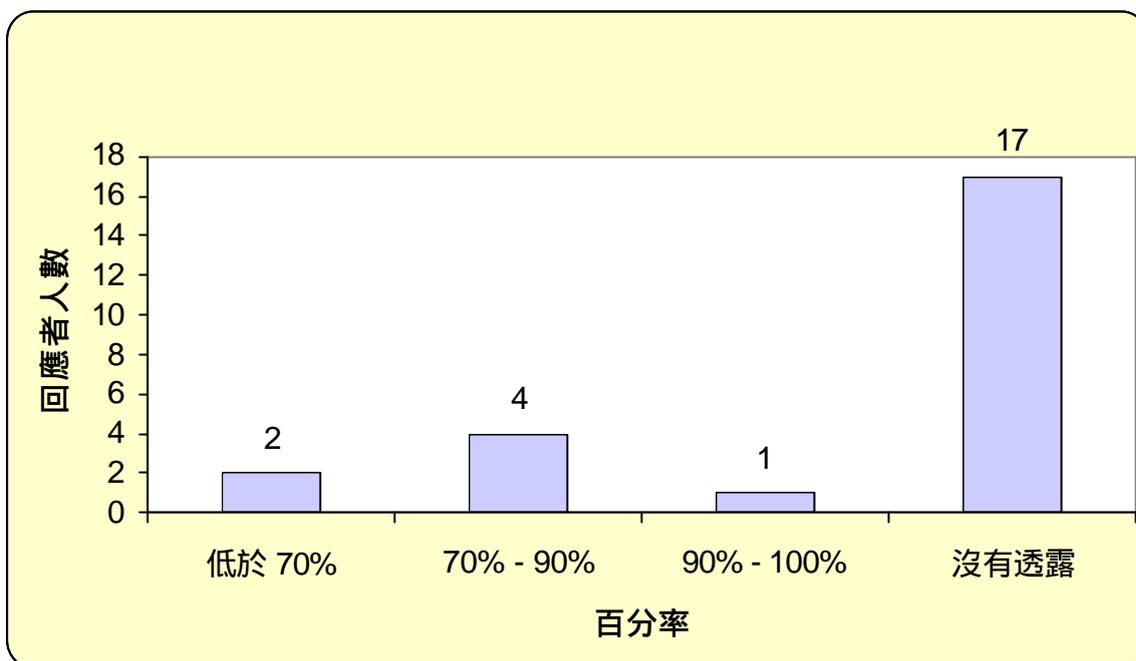
iv) 所有資本市場投資組合的平均年期相同 – 超過一半回應者表示他們在所有資本市場(包括香港)的投資組合平均年期相同。



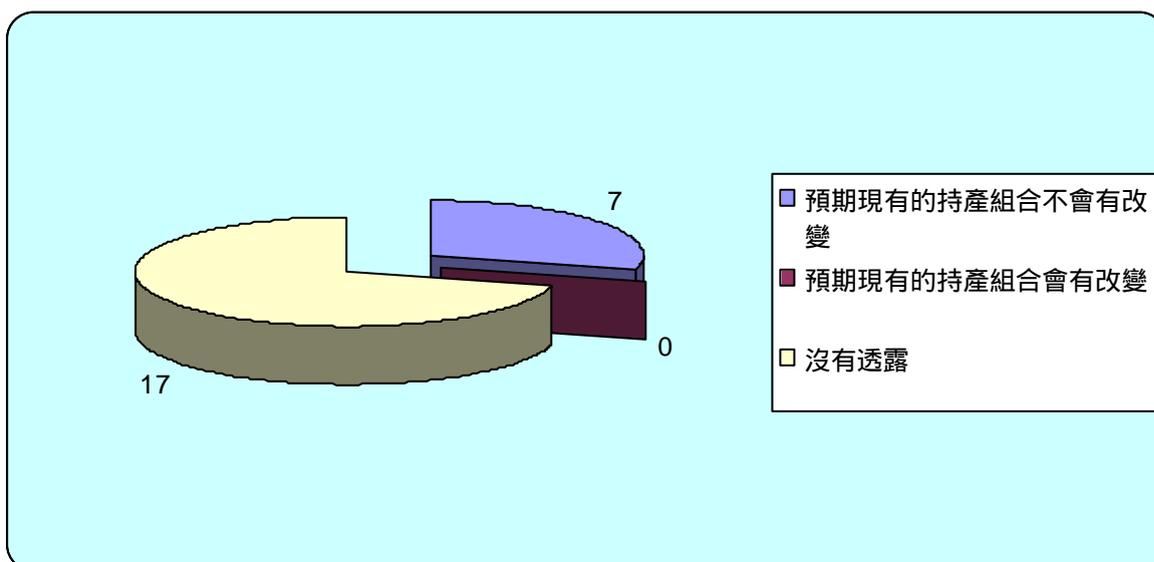
v) 短線投資佔總投資組合的百分率 – 回應者的短線投資一般佔總投資組合的10%至30%。



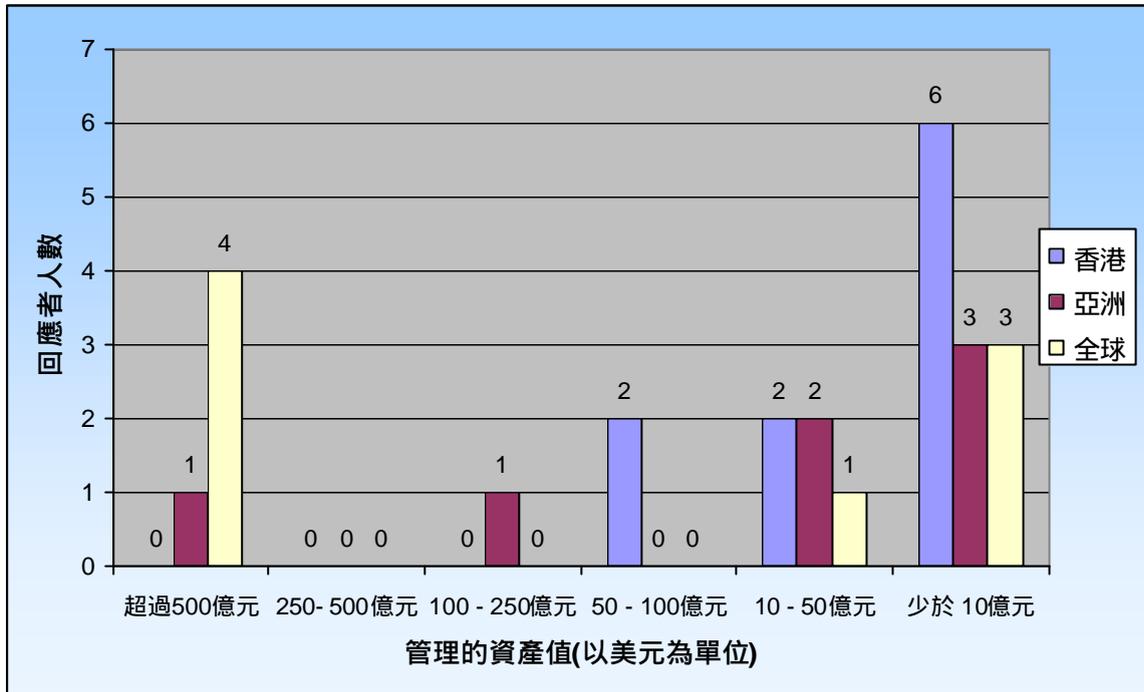
長線投資佔總投資組合的百分率 – 回應者持有的長線投資一般佔總投資組合的 70% 至 90%。



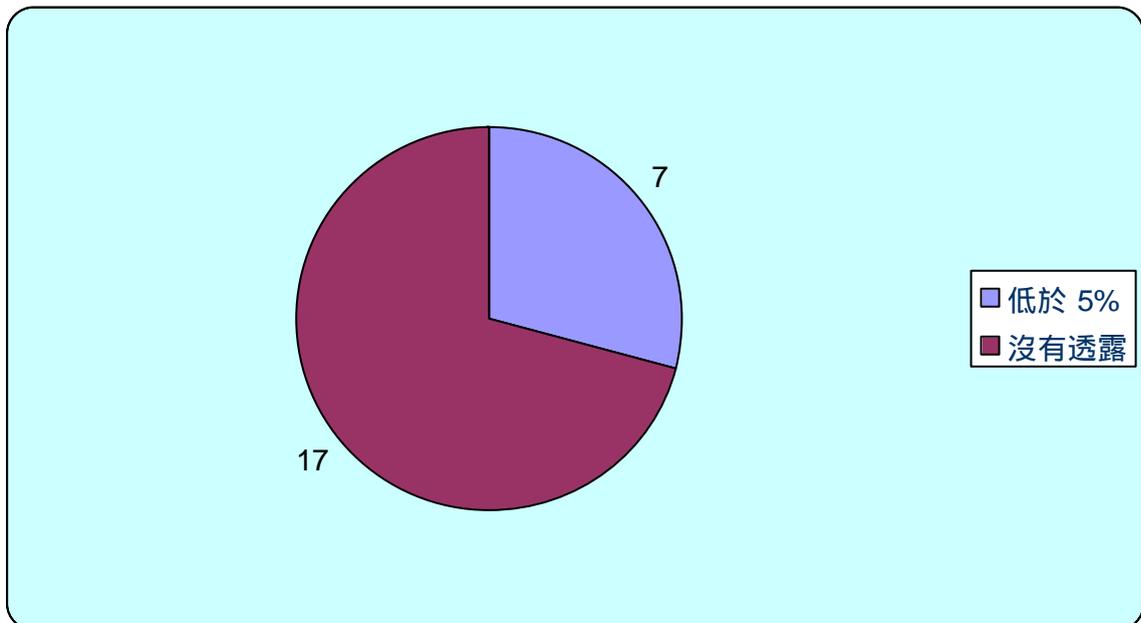
vi) 預期現有持產組合的改變 – 大部份回應者表示沒有打算改變現有的持產組合。



vii) 機構的規模(管理的資產價值) – 大部份回應者管理的資產低於 10 億美元。



viii) 機構的市場佔有率 – 大部份受訪者認為他們的市場佔有率低於 5%。



ix) 地點

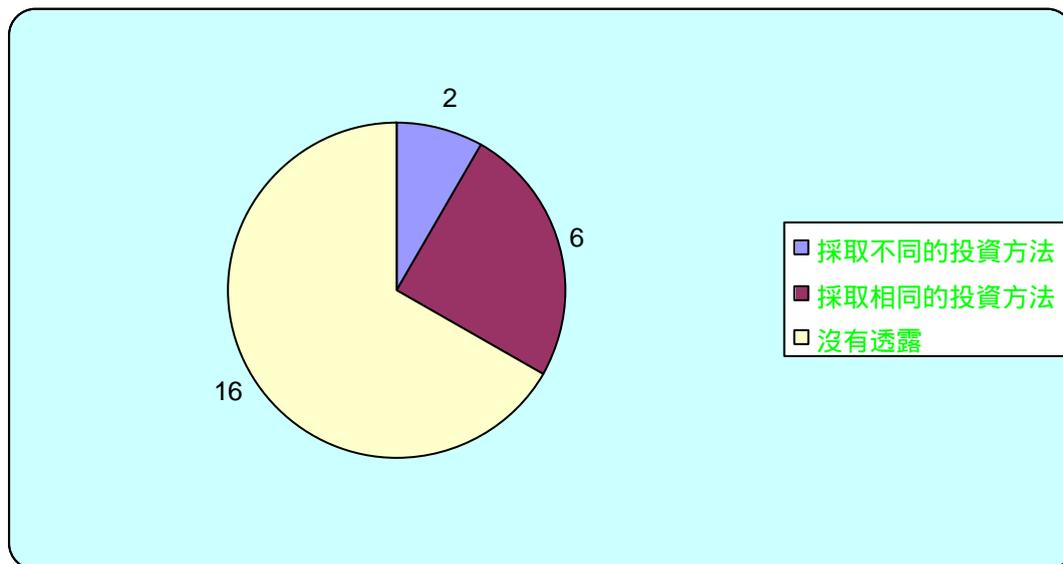
投資的地方 – 大部份回應者現時均有在香港投資。

以下圖表列出他們現在有投資的國家、地區或匯兌。

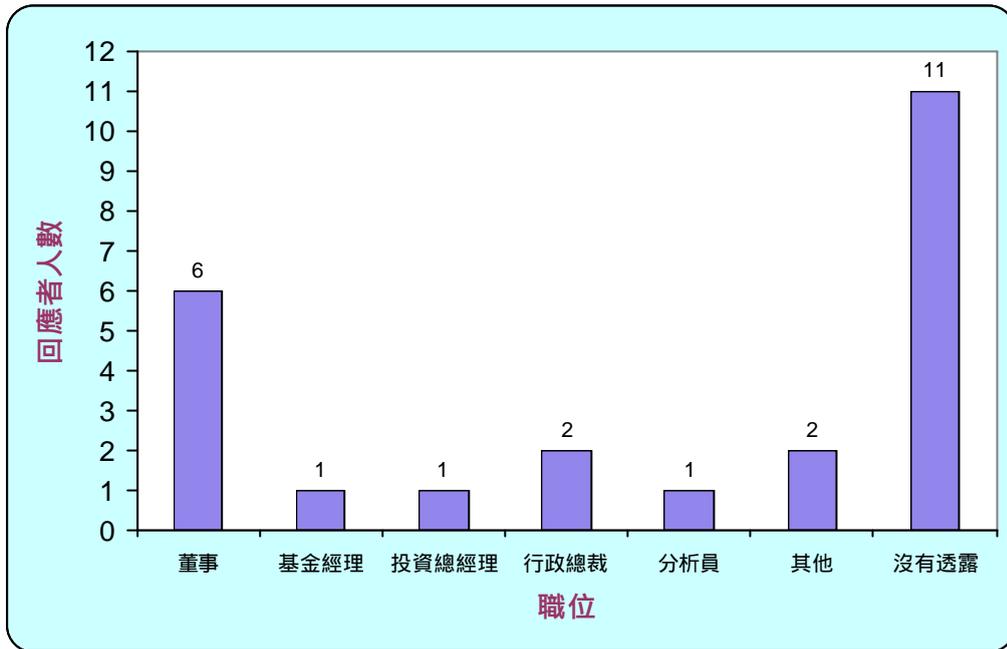
| 從沒投資 | 以往有投資但現在沒有 | 現在有投資 | 將來會投資 | 國家、地區或匯兌 |
|------|------------|-------|-------|----------|
| 0 | 1 | 9 | 0 | 香港 |
| 1 | 2 | 4 | 1 | 台灣 |
| 0 | 1 | 6 | 2 | 中國大陸 |
| 1 | 2 | 5 | 0 | 馬來西亞 |
| 1 | 3 | 4 | 0 | 印尼 |
| 0 | 2 | 6 | 0 | 新加坡 |
| 1 | 1 | 6 | 0 | 曼谷 |
| 1 | 2 | 5 | 0 | 東京 |
| 2 | 1 | 5 | 0 | 法蘭克福 |
| 1 | 1 | 5 | 1 | 倫敦 |
| 0 | 1 | 6 | 1 | 澳洲 |
| 1 | 0 | 7 | 0 | 美國 |
| 1 | 2 | 5 | 0 | 加拿大 |
| 1 | 2 | 4 | 0 | 拉丁美洲 |

14 位回應者沒有提供任何資料。

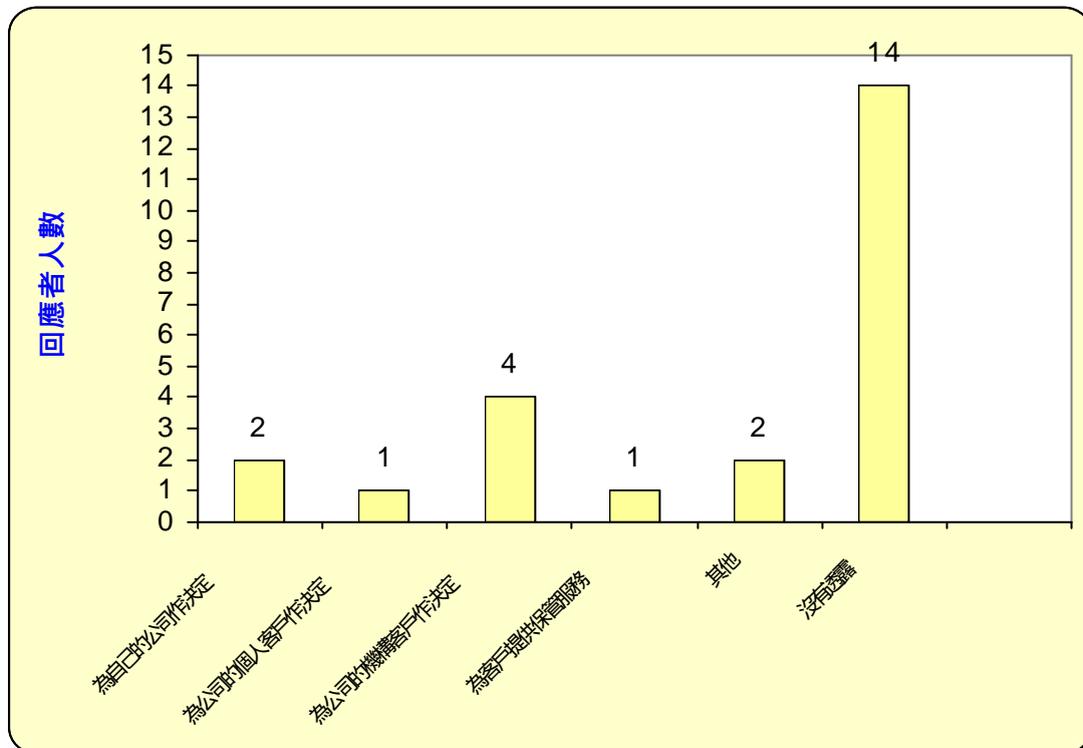
xi) 投資取向 – 只有兩位回應者表示會在不同市場採取不同投資方法。



xii) 職位 – 大部份回應者是董事或行政總裁。



xiii) 投資責任的程度 – 大部份回應者表示，他們替自己的公司、公司的個人客戶或機構客戶作出投資決定。



6.6 問卷調查的結果

6.6.1 企業資訊需要

受訪者根據重要性排列影響他們投資決定的公司內部因素。我們採用相類似的方法，要求回應網上問卷的人士逐一評估下列公司內部因素對他們的投資決定有多重要。最重要的獲 5 分，不重要的獲 1 分。

最重要：

法律及規管環境
財務報告的內容(包括註釋)
管理質素
交易流動性
企業策略
年報適時
審計質素(是否由 5 大執業會計師行核數)
貪污問題

重要：

未來的財務業績
股價波動
過往的財務業績
機構投資者與被投資公司的溝通水平
未來的現金流量
獨立非執行董事的獨立性
家族所有權及影響
核數師報告
董事就財務報告及年報內容發出責任聲明
過往的現金流量

頗為重要：

董事的股份所有權
市場風險
審計委員會的設立
董事的表現評核
每股市值與每股帳面值的比例
槓桿比率
交易成本

不重要：

股息率
企業的社會責任資料披露，例如：環保項目

行政總裁的控制權(主席及行政總裁由同一人出任)
董事會的組合，例如：獨立非執行董事在董事會內所佔的比例
薪酬委員會的設立
在證券交易所上市的年期
提名委員會的設立
向分析員及其他投資者發放同樣資訊

6.6.2 企業管治機制

以下概述有助發展優良企業管治的主要因素(附錄 4 列舉了各因素的評分)。

6.6.2.1 獨立非執行董事的質素

大體來說，回應者認為有助發展優良企業管治其中一個最重要因素是獨立非執行董事的獨立性。此外，獨立非執行董事應該有財務及會計的知識。設立具透明度及有效的制度提名獨立非執行董事及終止他們的任期亦有助發展優良企業管治。

6.6.2.2 董事酬金

一般來說，回應者認為強制要求披露個別執行董事所獲補償的資料(例如：失去職位的補償)是建立優良企業管治措施的重要因素。他們認為薪酬與表現掛鉤亦同樣重要。

6.6.2.3 董事會結構及常規

回應者指出，正式評核行政總裁及董事會的表現是重要的。委任財務總監或財務總經理亦同樣重要，而他們應為合資格的會計師。

值得注意的一點是，回應者一般認為董事會主席是否兼任董事長或行政總裁並不重要。他們表示應該限制董事會內家族成員數目，而董事會大多數成員應該是獨立非執行董事。

總的來說，回應者並不認為下列因素重要：董事會大部份成員應為獨立非執行董事；董事培訓；少數股東派代表出席董事會；董事會主席應該是獨立非執行董事；而獨立非執行董事的任期不應該超過三年。

6.6.2.4 董事合約

回應者一般不認為在董事合約內訂明詳細要求有利於發展優良企業管治措施。

6.6.2.5 年報的資料披露

一般來說，回應者認為在財政年度結束後 4 個月內將每年的財務及核數師報告送交股東是非常重要的。他們都歡迎披露更多財務資料，特別是董事與關聯方的交易，董事從行使認股權及/或認股權證所獲的利益及付給核數師的其他費用。此外，他們認為要改善企業管治水平，披露下列資料亦是重要的：每季的財務報告；年報內刊載持續經營報告；年報內另立一節或加進概要報告以陳述企業管治；年報內聲明商業風險(例如：外匯承受的風險)。

6.6.2.6 核數師的角色

回應者認為核數師不實質參與要求審計的公司中非審計服務是重要的。強制地輪流更換核數伙伴亦頗為重要。他們也認為以下因素相當重要：核數師應在年報內

發表聲明列出內部控制不足之處；核數師應有責任偵查舞弊行為；核數師應獲授權檢查其他財務報告或資料(例如：「管理階層討論及分析」)。

6.6.2.7 投資者保障

回應者認為「一股一票」的原則及引入集體向公司訴訟的做法對發展優良企業管治措施頗為重要，但機構投資者不應該在被投資公司的董事會內有代理董事。

6.6.2.8 強制性執行規管

回應者一般認為最重要的是加強處罰及禁止內幕交易，但不應該賦予證監會更多權力以促進優良企業管治。

6.6.2.9 其他

一般而言，回應者都不認為替香港上市公司進行個別企業管治評級對提升本地企業管治水平有重要影響。

6.6.3 香港的企業管治

回應者平均來說不太滿意(平均值是 2.7)香港的企業管治水平(尚算滿意的得分為 3)。但他們在某程度上同意，現有的風險披露水平及在年報內需要披露的資料可算充分。此外，上市公司的家族控股結構不利公司的財務業績及董事會功能的正常運作。他們一般認為優良企業管治對業績較差的公司更為重要，而企業管治要求對較小型及較大型的上市公司同樣重要。話雖如此，他們不同意機構投資者集中所有權可替代優良企業管治措施以保障投資者的權利。

46%的回應者表示，如果香港上市公司的企業管治措施有所改善，他們將會延長其投資年期及/或提高香港投資的比例。

50%的回應者願意為具有優良管治的香港公司付出 5% 至 20% 的溢價。

回應者評估上市公司整體的企業管治措施時，認為美國在 8 個國家或地區選擇中最為優秀。這 8 個地方包括：澳洲、加拿大、香港、馬來西亞、新加坡、台灣、英國及美國；其中馬來西亞被評為最差。總的來說，回應者認為香港的企業管治措施比台灣及馬來西亞優勝。

| 各國或地區上市公司企業管治措施的排名 | |
|--------------------|------------|
| 國家或地區 | 排名(由最好至最差) |
| 美國 | 1 |
| 英國 | 2 |
| 加拿大 | 3 |
| 澳洲 | 4 |
| 新加坡 | 5 |
| 香港 | 6 |
| 台灣 | 7 |
| 馬來西亞 | 8 |

6.6.4 香港的企業管治改革

超過一半回應者 (54%) 支持在香港推行企業管治改革。他們一般都十分同意在《上市規則》內的《最佳應用守則》提供更多指引可進一步改善香港的企業管治。他們亦贊成應該立法(例如在《上市規則》及《公司條例》)及通過規管來推行企業管治改革(由證監會，而不是香港交易所執行)。最後，他們普遍認為企業管治改革不應該是自發推行的。

6.6.5 企業管治及公司業績

回應者平均都十分同意優良企業管治，無論在短期或長線來說均可改善公司業績。他們對短線的定義一般定為短於 1 或 2 年，長線則是 3 至 5 年。

6.6.6 中國大陸公司尋求在香港上市

回應者強烈認為應該要求尋求在香港上市的中國大陸公司有更高的企業管治水平。但只有少部份人士詳細說明他們認為需要甚麼額外的企業管治機制。

6.6.7 機構投資者的積極主義

7 位回答了股東積極主義問題的回應者中，5 位表示會在被投資公司表決全部有關董事會的事宜。3 位指出，不就董事會事宜投票是他們公司的政策；而其餘 4 位會投贊成票支持被投資公司管理層提出的建議或議案，並在周年大會前解決與管理層的分歧。這似乎顯示機構投資者願意主動與管理層解決意見分歧的問題。

4 位回應者指出，他們每年最少會與被投資公司會見一次。只有 1 位表示，就算他們不滿意被投資公司的企業管治，亦只會袖手旁觀。其他回應者指出，他們會視乎情況，可能沽售該公司的股票(即採取引退政策)或直接與管理層一起解決問題。

6.7 總結訪問及網上問卷調查的結果

我們比較網上調查問卷及深入訪問的結果時，發現兩組回應者的看法頗為一致。

兩組回應者認為影響他們投資決定的最重要因素是管理質素、財務報告(包括註釋)的內容及企業策略。股價波動被評為重要因素，而頗為重要的因素則是交易成本及帳面值跟市值的比例。不重要的因素包括了企業的社會責任資料披露及在證券交易所上市的年期。

但兩組回應者有些看法並不那麼一致。接受訪問的受訪者把交易流動性列為重要因素，而問卷的回應者則認為這是影響他們投資決定的其中一個最重要因素。至於審計質素，受訪者認為這只屬於頗為重要，但問卷回應者卻將其列為最重要因素之一。另一方面，過往的財務業績及未來的現金流量是兩項影響受訪者投資決定的最重要因素，但問卷回應者只將它們評為重要。槓桿比率、市場風險及股息率等因素亦有同樣情況，受訪者將它們評為重要，但問卷回應者認為它們「頗為重要」或甚至「不重要」。雖然兩組回應者對這些因素的重要性看法不大一致，但沒有嚴重分歧或完全相反的意見，而調查得出的結果大致上互相吻合。

受訪者一般認為企業管治是影響他們投資決定的頗重要因素。其中一點要留意的是，我們將企業管治的概念分拆成多個問題，詳細探討各個企業管治機制，並要求回應者逐一評估這些機制如何影響他們的投資決定。結果顯示，問卷回應者一般認為影響投資決定的重要因素包括獨立非執行董事的獨立性、投資者溝通及家族所有權和影響力。另一方面，設立董事的表現評核、設立審計委員會及董事股份所有權等只是頗為重要的因素；而不重要的因素包括董事會的組合(獨立非執行董事在董事會所佔的比例)、行政總裁的控制權及薪酬及提名委員會的設立。

下一章將根據以上的調查結果總結是次研究。

第七章 總結及限制

7.1 總結

本研究的目的是分析機構投資者對香港企業管治水平的看法。要分析現代企業及機構投資者的角色，最關鍵的是代理及合約不完備問題。股東與管理人員之間及控權股東與少數股東之間產生利益衝突可能引發的代理問題。發生合約不完備問題是因為難以訂定周全合約應付公司每項突發事情，而且要執行及監管這些合約亦困難重重。法律及企業管治機制兩者都是應付代理問題的重要方法，亦有助解決合約不完備問題。第一章概述了這方面的問題。第二章帶出的概念是，機構投資者可以在企業管治方面擔當重要角色。以往有不少文獻探討機構投資者在企業管治方面的積極及被動角色。我們全面回顧了這些現存文獻以瞭解機構投資者的角色及其與企業管治的關係。另一項文獻回顧是有關機構投資者與公司業績的關係，並提出可能的原因解釋為何與以往的實證研究結果有異。第三章根據 Brancato 的模式提出一個分析架構，以瞭解機構投資者不同的角色及動機。投資者的角色範圍由積極的投資者(機構投資者有意參與企業管治)至被動的交易商(機構投資者沒有太大動機參與企業管治)。我們不應該將這些角色孤立來研究，而要同時考慮其國家的機構(包括企業管治)及規管架構。我們應用 Brancato 的架構應該可以識別香港家族所有權的角色及這種所有權引發的代理問題。整體來說，這個分析架構有助我們更清楚理解第二章概述以往的研究結果。例如：機構投資者在企業管治的角色缺乏實證可能因為他們是交易商，只在乎短線利益。此外，研究機構控股與企業業績的關係亦有不一致的結果，原因可能是這些研究未能清楚界定不同類別的機構投資者，亦沒有明

確指出現有企業管治的水平，包括公司內現存代理問題的嚴重程度。這架構為訪問問題及網上調查問卷的內容及性質提供了基礎。我們設計訪問問題及網上問卷時亦需要識別機構投資者作投資決定時的企業資訊需要。所以我們在第四章進行文獻回顧，找出機構投資者的企業資訊需要。

第五章概述這研究的取向及所採用的方法，主要包括抽樣訪問機構投資者，並派發網上調查問卷。第六章同時探討訪問及網上問卷的結果。

第六章首部份討論訪問的結果。以管理層誠信為基礎的管理質素獲評為影響機構投資者投資決定的最重要因素。其他同樣最重要的因素包括：財務業績；未來的現金流量；財務報告的資料披露質素及企業策略。

雖然企業管治是機構投資者作投資決定時會考慮的其中一個重要因素，但從沒有接受正式評估。這發現顯示，可能只有管理質素欠佳的公司才需要企業管治機制。但要區分優良管理質素及企業管治並不容易，因為管理質素高的公司往往會推行企業管治政策，確保透明度及優良的企業管治。

調查結果顯示，獨立非執行董事的質素是優良企業管治的最重要機制。但上市的香港家族公司有沒有真正的「獨立非執行董事」成為有待查證的主要問題。有些受訪者認為家族所有權妨礙發展優良的企業管治。所有機構投資者一致認為長遠來說企業管治能改善公司業績及降低資本成本。至於香港的企業管治水平，他們

相信有些被投資公司的企業管治水平可媲美國際標準，但如果能獲理想的回報，仍會投資於企業管治未達國際水平的公司。整體而言，香港的企業管治水平落後於國際標準是各人的共識。

調查亦發現機構投資者因為控股的百分比較低，缺乏權力或影響力，所以並不積極參與監管被投資公司。如果回報不足以彌補缺少的企業管治，他們唯有採取「沽售」的方法。總的來說，受訪者均十分支持企業管治改革。

第六章的第二部份討論網上問卷的結果。抽選機構投資者訪問所得的結果大致與網上問卷的發現吻合。結果不太一致的地方是受訪者與問卷回應者如何排列一些公司內部因素的重要性，其中包括：交易流動性；審計質素；過往的財務業績；未來的現金流量；槓桿比率；市場風險及股息率。

我們亦透過是次網上問卷調查對企業管治有其他發現，原來投資者溝通情況是企業管治其中一個最重要問題；而其他重要問題包括：董事的股份所有權；審計委員會的設立；家族所有權及董事表現評核。總的來說，我們沒有發現嚴重分歧或相反的意見。

7.2 限制

這個研究跟其他研究一樣有其限制，可能影響我們歸納結果。其中一個限制是網上調查問卷的回應率欠佳。我們曾有跟進希望加以改善¹，但最終只有約 12.3% 回應。香港證券學院反映給我們的意見是，回應率低其中一個原因是獲抽選的回應者擔心身份被公開，但我們已在問卷中清楚列明會將他們的身份完全保密。

我們研究結果的首部份來自各個經過安排的訪問，但要從這少數的訪問中歸納出結果來需要特別小心。值得注意的是，這些受訪者代表香港的主要機構投資者。這個研究另一個限制是，回應者不願透露一些重要資訊，例如：投資組合的持產組合或最優組合，因為他們認為這些資訊太敏感及機密。最後，時間不足亦限制了我們回顧文獻的範圍。我們只能回顧過去十年在第一流會計及財經期刊發表的主要研究，例如 *Journal of Accounting and Economics*(《會計及經濟期刊》)，*Journal of Financial Economics*(《財務經濟期刊》)，*Journal of Finance*(《金融期刊》)，*Corporate Governance*(《企業管治》)等。

¹根據香港證券學院提供的資料，他們進行的兩項調查回應率分別只有 10.2% 及 6.1%。

參考書目

- Acland, D. 1976. The effects of behavioural indicators on investor decisions: An exploratory study. *Accounting, Organisations and Society* 1(2 - 3): 133 - 142.
- Admati, A. R., P. Pfleiderer and J. Zechner. 1994. Large shareholder activism, risk sharing, and financial market equilibrium. *Journal of Political Economy*: 1097 - 1130.
- Agarwal, A. and G. N. Mandelker. 1990. Large shareholders and the monitoring of managers: The case of antitakeover amendments. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 25: 143 - 161.
- Aggarwal, R and R. P. Rao. 1990. Institutional ownership and distribution of equity returns. *The Financial Review* 25: 211-229.
- Allan, P. and A. Widman. 2000. A comparison of the views of CEOs and public pension funds on the corporate governance issues of chairman-CEO duality and election of lead directors. *American Business Review* 18(1): 49 - 54.
- Anonymous. 1997. The human side of institutional investors. *Financial Executive* 13(2): 10.
- Badrinath, S. G., G. D. Gay and J. R. Kale. 1989. Patterns of institutional investment, prudence, and the managerial "Safety-Net" hypothesis. *The Journal of Risk and Insurance* 56(4): 605 - 629.
- Badrinath, S. G., J. R. Kale and H. E. Ryan. 1996. Characteristics of common stock holdings of insurance companies. *Journal of Risk and Insurance* 63(1): 49-76.
- Baysinger, B. D., R. D. Kosnik and T. A. Turk. 1991. Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy. *Academy of Management Journal* 34(1): 205-214.
- Benjamin, J. J. and K. G. Stanga. 1977. Differences in disclosure needs of major users of financial statements. *Accounting & Business Research* (Summer): 187 - 192.
- Bethel, J. E. and J. Liebeskind. 1993. The effects of ownership structure on corporate restructuring. *Strategic Management Journal* 14(Special Issue): 15 - 31.
- Bhide, A. 1993. The hidden costs of stock market liquidity. *Journal of Financial Economics*: 31 - 51.
- Biem, D. O. and C. W. Calomiris. 2001. *Emerging Financial Markets*. McGraw-Hill, New York.
- Black, B. S. 1990. Shareholder passivity reexamined. *Michigan Law Review*: 520 - 608.
- Black, B. S. 1992. Institutional investors and corporate governance: The case for institutional voice. *Journal of Applied Corporate Finance*: 19 - 32.

- Brancato, C. K. 1991. The pivotal role of institutions in capital markets. In A. W. Sametz and J. L. Bicksler (ed) *Institutional investing: Challenges and Responsibilities of the 21st Century*. Homewood, IL: Business One Irwin: 3-33
- Brancato, C. K. 1997. *Institutional Investors and Corporate Governance: Best Practices for Increasing Corporate Value*. Chicago: Irwin
- Brickley, J. A., R. C. Lease and C. W. Smith, Jr. 1988. Ownership structure and voting on anti-takeover amendments. *Journal of Financial Economics* 20: 267 - 291.
- Bushee, B. 1998. Institutional investors, long-term investment, and earnings management. Working paper, University of Pennsylvania.
- Bushee, B. J. 2001. Do institutional investors prefer near-term earnings over long-run value? *Contemporary Accounting Research* 18(2).
- Bushee, B. J. and C. F. Noe. 1999. Disclosure quality, institutional investors, and stock return volatility. Working paper, University of Chicago and Harvard University.
- Bushman, R., Q. Chen, E. Engel and A. Smith. 1999. The Sensitivity of corporate governance systems to the timeliness of accounting earnings. Working paper, University of Chicago.
- Buzby, S. L. and H. Falk. 1979. Demand for social responsibility information by university investors. *The Accounting Review* LIV(1): 23 - 37.
- Cadbury, A. 1999. What are the trends in corporate governance? How will they impact your company? *Long Range Planning* 32(1): 12 - 19.
- CalPERS. 2001. *Shareowner Forum*. Website: <http://www.calpers-governance.org>
- Chaganti, R. and F. Damanpour. 1991. Institutional ownership, capital structure and firm performance. *Strategic Management Journal*: 479 - 491.
- Chan, L. and J. Lakonishok. 1993. Institutional trades and intra-day stock price behavior. *Journal of Financial Economics* 33: 173-200.
- Chan, L. and J. Lakonishok. 1995. The behavior of stock prices around institutional trade. *Journal of Finance* 50: 1147-1174.
- Chen, C. J. P. and B. Jaggi. 2000. Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy* 19: 285-310.
- 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.
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan and L. H. P. Lang. 1999. Expropriation of minority shareholders in East Asia. Working paper, World Bank.
- Coffee, J. C. Jr. 1991. Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor. *Columbia Law Review* 91(6): 1277 - 1368.

- Coombes, P. and M. Watson. 2000. New institutional investor survey puts price tag on corporate governance. *Directorship* 26(8): 1 - 4.
- Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) Emerging Market. 2001. *CG Watch: Corporate Governance in Emerging Markets* (April). Research & Sales Offices, CLSA Ltd.
- Curzio, F.1987. *Awareness of Indirection*, New York: Vantage Press.
- Dahlquist, M. and G. Robertsson. 2001. Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics. *Journal of Financial Economics* 59: 413-440.
- 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 .
- Davis, G. F. 1991. Agents with Principles? The Spread of the Poison Pill Through the Intercorporate Network. *Administrative Science Quarterly* 36: 583 - 613.
- DeAngelo, H. and E. M. Rice. 1983. Antitakeover charter amendments and stockholder consequences. *Journal of Political Economy* 93: 1155-1177.
- Deegan, C. and M. Rankin. 1997. The materiality of environmental information to users of annual reports. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 10(4): 562 - 583.
- Demsetz, H. 1983. The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics* 26: 375 - 390.
- Diamond, D. and R. Verrecchia. 1991. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *Journal of Finance* 66: 1325-1355.
- Dobrzynski, J.H. 1990. Shareholders unfurl their banner: 'Don' t tread on us' . *Business Week* 11 (June): 66.
- Dyckhoorn, H. J. and K. E. Sinning. 1982. Perceptions of Auditor independence: Its perceived effect on the loan and investment decision of German financial statement users. *Accounting, Organizations and Society*. 7(4): 337 - 345.
- Epstein, M. J. 1992. The annual report card. *Business and Society Review* (Spring): 81 - 83.
- Edwards, F. R. and R. G. Hubbard. 2000. The growth of institutional stock ownership: A promise unfulfilled. *Journal of Applied Corporate Finance* 13(3): 92 - 104.
- Fabris, P. and A. Greinke. 1999. Institutional activism: Attitudes of Australian fund managers. *Corporate Governance* 7(4): 379-384.
- Falkenstein, E. G. 1996. Preferences for stock characteristics as revealed by mutual fund portfolio holdings. *The Journal of Finance* 51(1): 111-135.
- Fama, E., and K. French. 1992. The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance* 47: 427-466.

- Fama, E. F. and M. C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26 (June): 301-325.
- Financial Economists Roundtable. 1999 Statement on institutional investors and corporate governance. *Journal of Financial Services Research* 15: 77 - 79.
- Gillan, S.L. and L. T. Starks., 2000. Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors. *Journal of Financial Economics* 57: 275-305.
- Gilson, R. J. and R. Kraakman. 1991. Reinventing the outside director: An agenda for institutional investors. *Stanford Law Review* 43: 863 - 906.
- Gompers, P. A. and A. Metrick. 1997. Are the hundred-million-dollar managers just like everyone else? An analysis of the stock ownership of large institutions. Working Paper, Harvard Business School & University of Pennsylvania.
- Gompers, P.A. and A. Metrick. 1998. How are large institutions different from other investors? Why do these differences matter? Working Paper, Harvard Business School.
- Gompers, P. A. and A. Metrick. 2001. Institutional investors and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics* 116: 229-259.
- Graves, S. and S. Waddock. 1990. Institutional ownership and control: implications for long-term corporate strategy. *Academy of Management Executive* 4: 75 - 83.
- Graves, S.B. 1988. Institutional Ownership and Corporate R&D in the Computer Industry. *Academy of Management Journal* 31: 417 - 428.
- Gul, F. A. 1999. Growth opportunities, capital structure and dividend policies of Japanese firms. *Journal of Corporate Finance* 5(2): 141-168.
- Gul, F. A. and J. Tsui. 1998. A test of the free cash flow and debt monitoring hypotheses: evidence from audit pricing. *Journal of Accounting and Economics* 24(2): 219-237.
- Gul, F. A., S. Lynn, and J. Tsui. 2001. Audit quality, management ownership and the informativeness of accounting earnings. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* (Forthcoming).
- Hansen, G. S. and C. W. L. Hill. 1991. Are institutional investors myopic? A time-series study of four technology-driven industries. *Strategy Management Journal* 12: 1 - 16.
- Hartzell, J. C. and L. T. Starks. 2000. Institutional investors and executive compensation. Working paper, New York University and University of Texas.
- Healy, P., A. Hutton and K. Palepu. 1999. Stock performance and intermediation changes surrounding increases in disclosure. Working paper, Harvard Business School.
- Heard, J. E. and H. D. Sherman. 1987. *Conflicts of Interest in the Proxy Voting System*. Washington, D.C.: Investor Responsibility Research Centre.

- Hendry, C., S. Woodward, J. Harvey-Cook and M. Gaved. 1999. Investors' views of people management. *Corporate Governance* 7(4): 324-37.
- Herman, E. S. 1981. *Corporate Control, Corporate Power*. Cambridge: Cambridge University Press.
- 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.
- Hirschmann, A. O. 1970. *Exit, Voice, and Loyalty*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Holland, J. 1998. The corporate governance role of financial institutions in their investee companies. *Corporate Governance* 6 (3): 204-205.
- Hong Kong Investment Funds Association (HKIFA). 2000. *The Hong Kong Investment Funds Yearbook 2000*.
- Hong Kong Society of Accountants (HKSA). 1997. *Second Report of the Corporate Governance Working Group* (January), HKSA.
- Hoskisson, R. E., M. A. Hitt., R. A. Johnson. and W. Grossman. 1996. Corporate governance, corporate strategy and entrepreneurship. Paper presented at the annual meeting of the *Academy of Management*, Cincinnati.
- Investor Relations Business Editorial Staff. 2000. Good governance pays off: institutions will pay a premium for an independent board. *Investor Relations Business*. July 10.
- Jacobs, M. 1991. *Short-Term America: The Causes and Cures of Our Business Myopia*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Jensen, M. C. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance* 48: 831-880.
- 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.
- John, K. and A. Klein. 1995. Shareholder Proposals and Corporate Governance. Working paper, New York University, New York, NY.
- Johnson, R.A. and D.W. Greening. 1999. The effects of corporate governance and institutional ownership types on corporate social performance. *Academy of Management Journal* 42(5): 564 - 576.
- Johnson, S., P. Boone, A. Breach and E. Friedman. 2000. Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics* 58: 141-186.
- Jones, M. and Morse, B. 1997. Institutional investors: Some reflections. *Management Accounting* 75 (11): 44 - 45.

- 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.
- Keim, D. B, and A. Madhavan. 1997. Transactions costs and investment style: An inter-exchange analysis of institutional equity trades. *Journal of Financial Economics* 46(3): 265-292.
- Kim, O. and R. Verrecchia. 1994. Market liquidity and volume around earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics* 17: 41-67.
- Kochhar, R. and P. David. 1996. Barriers to effective corporate governance by institutional investors: Implications for theory and practice. *European Management Journal* 14(5): 457 - 465.
- 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. 1997. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance* 52: 1131-1150.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny. 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. 2000. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics* 58: 3-27.
- Lakonishok, J., A. Shleifer and R. Vishny. 1994. Contrarian investment, extrapolation, and risk. *Journal of Finance* 49: 1541-1578
- Laverty, K. 1996. Economic “Short-termism”: The debate, the unresolved issues, and the implications for management practice and research. *Academy of Management Review* 21: 825 - 860.
- Lee, Y .K. C. 2000. Speech at the CFO Asia, MPF Seminar, February 16.
- Linn, S.C. and J.J. McConnell. 1983. An empirical investigation of the impact of ‘antitakeover amendments’ on common stock prices. *Journal of Financial Economics* 11: 361-399.
- Lipton, M. and S.A. Rosenblum. 1991. A new system of corporate governance: the quinquennial election of directors. *University of Chicago Law Review* 58: 187-253.
- Macey, J.R. 1998. Measuring the effectiveness of different corporate governance systems: Toward a more scientific approach. *Journal of Applied Corporate Finance* 98(10): 16-25.
- Maug, E. 1998. Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control? *Journal of Finance* 53: 293-315.
- Maxey, D. and R. ten Wolde. 1998. CEO pay may be crucial as funds shop. *Wall Street Journal* May 26: C25.

- 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* (June).
- Mills, K. and S. Morling. 1995. The influence of financial factors on corporate investment. *The Australian Economic Review* 110: 50 - 64.
- Milne, M. J. and C. C. C. Chan. 1999. Narrative corporate social disclosures: how much of a difference do they make to investment decision-making? *The British Accounting Review* 31(4): 439 - 457.
- 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.
- Monks, R., and N. Minow. 1995. *Corporate Governance*. Cambridge, MA: Blackwell.
- Nesbitt, S. L. 1994. Long-term rewards from shareholder activism: A study of the "CalPERS" effect. *Journal of Applied Corporate Finance*, 75 - 80.
- Palmer, D., R. Friedland, D. P. Jennings and M. E. Powers. 1987. The economics and politics of structure: The multidivisional firm and the large us corporation. *Administrative Science Quarterly* 32: 25 - 48.
- Pozen, R. C. 1994. Institutional investors: The reluctant activists. *Harvard Business Review*: 140 - 149.
- Press Release. 2001. About half of MPF assets invested in balanced funds, April 12.
- PricewaterhouseCoopers and Singapore Exchange. 2000. *Corporate Governance 1999 Survey of Institutional Investors* (March). PricewaterhouseCoopers.
- Prowse, S. D. 1991. *Comments on the Changing Role of Institutional Investors in the Financial and Governance Markets*. In A. W. Sametz and J. L. Bicksler (eds.) *Institutional investing: Challenges and responsibilities of the 21st century*, Homewood, IL: Business One Irwin, 48 – 56.
- Rajgopal, S. and M. Venkatachalam. 1997. The role of institutional investors in corporate governance: an empirical investigation. Working paper, University of Iowa.
- Ramsay, I., G. P. Stapledon and K. Fong. 2000. Corporate governance: The perspective of Australian institutional shareholders. *Company and Securities Law Journal* 18: 110-142.
- Roe, M. 1990. Political and legal restraints on ownership and control of public companies. *Journal of Financial Economics* 27: 7 - 41.
- Roe M. 1991. A political theory of American corporate finance. *Columbia Law Review* 91: 10.
- Roe, M. 1994. Strong managers, weak owners: The political roots of American corporate finance. Princeton, NJ: *Princeton University Press*.

- Romano, R. 1993. Public pension fund activism in corporate governance reconsidered. *Columbia Law Review* 93: 795-853.
- Saxton, J. 1994. A raid on America's pension funds. *The Wall Street Journal* (Sept. 29): A14.
- Schwab, S. J. and R. S. Thomas. 1998. Realigning corporate governance: Shareholder activism by labor unions. *Michigan Law Review* 96: 1018 - 1094.
- Schwan, E. S. 1976. The effects of human resource accounting data on financial decisions: an empirical test. *Accounting, Organizations & Society* 1(2 - 3): 219 - 237.
- South China Morning Post (SCMP). 2000. Family control and the Asian crisis. Business Post (September 20).
- Shleifer, A., and R. Vishny. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94: 461 - 488.
- Shleifer, A. and R. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 5(June): 737-783.
- Silverstein, K. 1994. Pension funds increase presence in boardrooms. *Pension World* 30(5): 4.
- Smith, M. P. 1996. Shareholder activism by institutional investors: evidence from CalPERS. *Journal of Finance* 51(1): 227-252.
- Solomon, J., A. Solomon, N. Joseph and S. Norton. 2000a. Institutional investors' view on corporate governance reform: Policy recommendations for the 21st century. *Corporate Governance* 8(3): 215-226.
- Solomon, J., A. Solomon, N. Joseph and S. Norton. 2000b. A conceptual framework for corporate risk disclosure emerging from the agenda for corporate governance reform. *British Accounting Review* 32: 447-478.
- Taylor, W. 1990. Can big owners make a big difference? *Harvard Business Review*: 70 – 82.
- Teoh, S. H. and T. J. Wong. 1993. Perceived auditor quality and the earnings response coefficient. *Accounting Review* 68(2): 346-366.
- Tsang, D. 1999. Speech on "Access to Asia" at the pension 2000 conference (April) 19.
- Tsui, J. and S. Lynn. 2001. Family control, CEO dominance and firm performance in Hong Kong. Working paper, City University of Hong Kong.
- Useem, M. 1993. Executive defense: Shareholder power and corporate reorganization, Cambridge MA: *Harvard University Press*.
- Vafeas, N. 1999. Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics* 53(1): 113-142.
- Van Nuys, K. 1993. Corporate governance through the proxy process: evidence from the 1989 Honeywell proxy solicitation. *Journal of Financial Economics* 34: 101 - 132.

- Wahal, S. 1996. Pension fund activism and firm performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31(1): 1 -23.
- Wahal, S. and J. J. McConnell. 2000. Do institutional investors exacerbate managerial myopia? *Journal of Corporate Finance* 6: 307 - 329.

附錄 1

受訪名單

資產管理公司

- 1 荷銀投資管理(亞洲)有限公司
ABN AMRO Asset Management (Asia) Limited
- 2 花旗銀行環球資產管理(亞洲)有限公司
Citibank Global Asset Management (Asia) Ltd.
- 3 富達基金(香港)有限公司
Fidelity Investments Management (Hong Kong) Ltd.
- 4 友亨亞洲有限公司
Friends Ivory & Sime Asia Ltd.
- 5 匯豐投資管理(香港)有限公司
HSBC Asset Management (Hong Kong) Ltd.
- 6 景順投資管理亞洲有限公司
INVESCO Asia Ltd.
- 7 怡富基金有限公司
JF Funds Ltd.
- 8 宏利免佣基金管理(香港)有限公司
Manulife Funds Direct (Hong Kong) Ltd.
- 9 寶源投資管理(香港)有限公司
Schroder Investment Management (Hong Kong) Ltd.
- 10 道富環球投資管理
State Street Global Advisors
- 11 富蘭克林鄧普頓投資(亞洲)有限公司
Templeton Franklin Investment Services (Asia) Limited

投資銀行

- 12 高盛亞洲證券公司
Goldman Sachs (Asia) L.L.C.
- 13 美林(亞太)有限公司
Merrill Lynch (Asia Pacific) Limited

附錄 2

訪問國際機構投資者對香港企業管治水平的看法

日期: _____

時間: _____

訪問主持: 徐林倩麗教授/辜飛南教授

受訪者姓名及機構名稱: _____

A 部份 受訪者背景資料

1. 閣下的機構屬於哪一類型?
 - a. 退休基金
 - b. 互惠基金
 - c. 私人投資基金
 - d. 資金管理公司
 - e. 投資銀行
 - f. 保險公司
 - g. 投資信託公司
 - h. 單位信託公司
 - i. 經紀/經銷商
 - j. 混合基金管理
 - k. 其他 (請註明) _____

2. 閣下的機構(或母公司)屬於哪個國家/地區?
 - a. 美國
 - b. 亞洲
 - c. 歐洲
 - d. 拉丁美洲
 - e. 其他 (請註明) _____

3. 閣下在香港的投資組合的平均預計投資年期有多長?
 - a. 短於 2 個月
 - b. 2 至 6 個月
 - c. 6 至 12 個月
 - d. 1 至 2 年
 - e. 2 至 5 年
 - f. 5 至 10 年
 - g. 超過 10 年

4. 上述問題 (3) 的答案與閣下在香港以外市場的投資是否不同?
- a. 沒有不同，我們在所有市場的投資組合均有同樣的平均預計投資年期。
 - b. 不相同，我們在_____市場的投資組合有較短的平均預計投資年期。
 - c. 不相同，我們在_____市場的投資組合有較長的平均預計投資年期。
5. 如果有不相同，為甚麼投資組合決定會有所不同?
6. 閣下認為短線及長線投資的定義是(參看上述問題 3)：
- 短線_____
- 長線_____
7. 請約略估計貴機構現有投資的持產組合：
- 短線投資: _____%
- 長線投資: _____%
8. 閣下預期在短期內，貴公司的投資持產組合有沒有改變?
- a. 有，我們預期比例會改變為：
短線投資: _____%
長線投資: _____%
 - b. 沒有
9. 問題 6 所列的現行投資持產組合是否貴公司的最優組合?
- a. 是
 - b. 不是，我們的最優組合應該是：
短線投資: _____%
長線投資: _____%
10. 閣下預期在未來 12 個月，貴公司的最優投資持產組合有沒有改變?
- a. 有，我們預期比例會改變為：
短線投資: _____%
長線投資: _____%
 - b. 沒有

11. 貴公司的規模有多大? (管理的資產約值, 以美元計算)

- a. 少於 10 億元
- b. 10-50 億元
- c. 50-100 億元
- d. 100-250 億元
- e. 250-500 億元
- f. 超過 500 億元

12. 閣下估計貴公司在香港的市場佔有率有多大?

- a. 低於 5%
- b. 5% - 10%
- c. 10% - 15%
- d. 15% - 20%
- e. 20% - 25%
- f. 25% - 50%
- g. 超過 50%

13. 請就以下所列的國家、匯兌及地區, 指出貴公司的投資情況。

| 國家 | 從沒投資 | 以往有投資但 現在沒有 | 現在有投資 | 將來會投資 |
|------|------|----------------|-------|-------|
| 香港 | | | | |
| 台灣 | | | | |
| 中國大陸 | | | | |
| 馬來西亞 | | | | |
| 印尼 | | | | |
| 新加坡 | | | | |
| 曼谷 | | | | |
| 東京 | | | | |
| 法蘭克福 | | | | |
| 倫敦 | | | | |
| 澳洲 | | | | |
| 美國 | | | | |
| 加拿大 | | | | |
| 拉丁美洲 | | | | |

14. 與香港相比, 閣下在其他市場(例如: 倫敦或紐約)有沒有採取不同的投資方法或策略?

- a. 有 為甚麼? _____
- b. 沒有

15. 閣下在貴公司的職位是：

- a. 董事
- b. 基金經理
- c. 投資總經理
- d. 公司秘書
- e. 企業管治主管或企業管治行政人員
- f. 行政總裁
- g. 研究部主管
- h. 分析員
- i. 其他(請註明) _____

16. 閣下對客戶的投資責任達到哪個程度？

- a. 為自己的公司作投資決定
- b. 為公司的個人客戶作投資決定
- c. 為公司的機構客戶作投資決定
- d. 提供投資建議供研究之用
- e. 為客戶提供保管服務
- f. 其他(請註明) _____

17. 閣下訂定投資策略時有甚麼評估準則？請排列它們對閣下投資決定的重要性。
(企業資訊需要)

| 評估準則 | 評分 (5 表示非常重要) |
|-------------------------|------------------|
| a. 過往的財務業績 | _____ |
| b. 未來的財務業績 | _____ |
| c. 未來的現金流量 | _____ |
| d. 股息率 | _____ |
| e. 交易流動性 | _____ |
| f. 股價波動 | _____ |
| g. 市場風險 | _____ |
| h. 槓桿比率 | _____ |
| i. 公司規模 | _____ |
| j. 公司成立的年期 | _____ |
| k. 在證券交易所上市的年期 | _____ |
| l. 跨境上市 | _____ |
| m. 市值與帳面值的比例 | _____ |
| n. 財務報告的資料披露質素 | _____ |
| o. 可取得的資訊 | _____ |
| p. 保守主義 | _____ |
| q. 審計的質素(是否由五大執業會計師行核數) | _____ |
| r. 社會責任披露，例如：環境保護 | _____ |
| s. 交易成本，例如：佣金及其他過戶費 | _____ |
| t. 企業策略 | _____ |

- u. 管理質素 _____
- v. 企業管治： _____
 - 董事會的結構、組合及活動 _____
 - 董事會會議的頻率及質素 _____
 - 行政總裁的控制權(主席及行政總裁由同一人出任) _____
 - 獨立非執行董事的獨立性 _____
 - 董事會 / 行政總裁 / 董事的表現評核 _____
 - 董事酬金 _____
 - 所有權的結構及影響力 _____
 - 1. 家族所有權 _____
 - 2. 政黨所有權 _____
 - 以下委員會的效能： _____
 - 1. 審計委員會 _____
 - 2. 提名委員會 _____
 - 3. 薪酬委員會 _____
 - 投資者溝通 _____
 - 機構投資者進行監管 _____

B 部份 訪問問題

我們利用以下問題作為訪問指引及將焦點集中：

1. 閣下是否清楚企業管治的意思?
2. 閣下認為有優良企業管治的公司有甚麼特色呢?
3. 閣下認為具備優良企業管治的公司，其短線、中線或長線的股價表現是否遠勝管治不良的公司?
4. 根據您的投資經驗，實際情況是否如此?即具備高水平企業管治的股票，表現比企業管治水平低的股票優勝?
5. 閣下作出投資決定的過程中，有沒有以企業管治有關事宜來評估公司表現?
 - 5.1. 請您列舉一家有優良企業管治的公司，並具體指出它有甚麼企業管治變數。
 - 5.2. 如果管治優良與管治欠佳的公司過往業績相同及有同等潛質，您是否願意付出較高價格購買前者的股票?如果願意，您預期會為優良管治付出多少溢價?
 - 5.3. 您在不同市場(尤其是已發展的市場及新興市場)為較佳管治付出的溢價有沒有不同?如果有，有甚麼不同呢?
6. 如果沒有，又是甚麼原因呢?閣下認為法律或規管環境會否令您作投資決定時對企業管治事宜更有興趣?
7. 閣下評估一家公司的企業管治採用甚麼基準(如果有的話)?
 - 您評估一家公司的企業管治水平所用的資料來自哪裡?公司內部研究、專業報告、公開的消息或其他?
 - 利用數量分析(即為各項企業管治措施評分，並根據企業管治水平為香港股票排名)抑或質量評估?
- 7.1 香港企業管治現在的水平:
 - 您認為香港與其他國家/市場相比時，企業管治的水平如何?這因素會否影響您的投資策略?如果有，影響有多重要呢?
 - 您認為香港商界哪個或哪些行業的企業管治水平最高/最低?這會否影響您投資該行業的決定?
 - 請列舉 5 家您認為具有優良企業管治的香港公司?他們有甚麼共同特徵?
 1. _____
 2. _____

3. _____
4. _____
5. _____

- 請列舉 5 家您認為企業管治差劣的香港公司?他們有甚麼共同特徵?
 1. _____
 2. _____
 3. _____
 4. _____
 5. _____
- 您認為香港有沒有機制彌補公司企業管治欠佳的問題?這些機制(例如：執行更嚴厲的法律；更高度集中的所有權)能否替代企業管治改革增加股東的股份價值?
- 閣下認為計劃在香港上市的中國大陸公司企業管治水平如何?
- 香港並非主權國家，您認為特區政府能否有效監察在香港的 H 股公司的管治結構?
- 您在香港的股票市場內，選擇投資香港本土的公司抑或中資公司時有沒有偏好?如果有，原因是甚麼呢?

7.2 您認為下列哪些企業管治獨有的機制對營造優良企業管治環境有重要影響?

7.2.1 董事會結構、訂定董事酬金政策及董事的彌償保險

- 閣下是否認識「董事彌償保險」?這對您的投資決定是否重要?如果重要，如何重要呢?
- 您是否認為要劃清主席與行政總裁的角色呢?如果是，在香港的企業環境是否可行及實際呢?

其他包括：

- 董事會會議的頻率及質素
 - 董事酬金政策
 - 董事會/董事的表現評核
 - 董事在公司的股份利益

7.2.2 董事的質素

- 公司非執行董事的獨立程度
- 董事的專業培訓
- 董事認識企業管治，並具備有關知識。

7.2.3 董事會屬下各委員會的組合及效能：

- 您是否支持設立以下的委員會以提高香港公司的股份價值?

審計委員會：支持/不支持

提名委員會：支持/不支持

薪酬委員會：支持/不支持

- 就香港獨有的商業環境來說，您對這些委員會改善公司企業管治水平的效用有甚麼看法？您認為設立這些委員會會否改善公司的財務資料披露及企業和市場表現（例如：資本淨值回報、資產回報、市場回報、市值）？

審計委員會：

提名委員會：

薪酬委員會：

- 您評估這些委員會的效用時最關注甚麼？委員會要發揮效能最重要的是甚麼？（組合？會議次數？功能？角色？權力？控制權？）

審計委員會：

提名委員會：

薪酬委員會：

7.2.4 財務資料披露及報告

7.2.5 香港/亞洲獨有的企業管治問題

- 您對香港上市公司普遍的家族所有權結構有甚麼看法？這樣的結構會否削弱您對香港公司企業管治水平的信心及/或投資意欲？
- 您認為香港上市公司的家族所有權結構有否對少數股東的利益不利？或香港有沒有補償機制可減低，甚至消除這種結構的負面影響？
- 您認為香港上市公司的家族所有權結構有沒有促進公司的業績？
- 您會否不喜歡投資於有被提名人的公司，而您不知道誰是實際的控權人或擁有人？
- 您會否不喜歡投資於金字塔式控股的公司？

7.3 誰應該負責管治？政府？核數師？作為公司大股東的機構投資者？

7.3.1 閣下作為機構投資者，是否有興趣在監管方面肩負積極角色？

- 如果您持有的股份足以影響公司的管理措施，您會否這樣做？

如果會，將如何影響？（改善企業管治或只是爭取更多短線利益）。為甚麼？

- 如果對被投資公司的業績或企業管治不滿，閣下將採取甚麼行動？會否沽售其股票，抑或插手協助解決問題，或袖手旁觀呢？為甚麼？

7.3.2 閣下認為機構投資者在監管被投資公司方面可以扮演甚麼角色？

- 您對機構投資者改善被投資公司的企業管治水平或業績的角色有甚麼看法?您認為機構投資者應否在香港企業管治改革方面擔當積極角色,就像 CalPERS 在美國的做法一樣?
- 閣下作為機構股東參與公司營運會否影響該公司的企業管治水平、股值及公司創新改革(例如:專利權工作;長線投資的時機選擇)?
- 您認為盈富基金及強積金等發展會否影響您作為機構投資者的角色?這些發展會不會改變您對企業管治的看法?
- 在負責監管被投資公司的管理行動上,閣下是否將所有機構投資者視為同一類別,抑或不同類型的機構投資者對監管公司有不同的方法及需要?
- 您對機構投資者必須參與被投資公司表決的建議有甚麼看法?在您看來,這會否改善香港的企業管治水平?

7.3.3 閣下曾否實際干預/參與監管香港或其他地方的公司?

- 按照閣下的政策,您會否就董事會的事宜表決?您曾否投票反對管理層的建議?如果有,甚麼動機推動您這樣做,而不選擇簡單地沽售股票或私下與管理層商議?您在甚麼情況下會採取這樣的行動?
- 在被投資公司內設立制度以偵察潛在問題有助您參與企業管治。您有否為此設立一些正式或非正式的監管制度?
- 閣下有沒有定期聯絡被投資公司?如有,有多定期?

7.3.4 監管有甚麼成本?您曾遇到些甚麼困難?

- 閣下對監管成本有甚麼看法呢?您是否認為成本太高,削弱您監管的動機,抑或這成本是無法省卻的?
- 閣下與被投資公司有沒有任何商務關係?這會不會影響您決定是否干預被投資公司的企業管治?
- 您對香港整體有關股東積極主義的法律及規管環境有甚麼看法?這有助於抑或妨礙機構投資者干預及監管董事會?請列舉一些妨礙您實行積極主義的規例及要求。您會提議甚麼改革消除這些障礙?
- 「乘順風車問題」(干預帶來的利益由所有股東分享,但成本則全部由參與監管的各方負責)是否妨礙您實行積極主義?
- 被投資公司的董事會管理層能比您取得更多資訊,您認為有沒有足夠資訊監管您投資的公司?這問題會不會影響您是否監管被投資公司管理的決定?

7.3.5 機構投資者要積極監管被投資公司困難重重，閣下認為有甚麼解決方法呢？

- 有人提議，機構投資者可提名董事出任被投資公司的董事會，以代表他們的利益。您是否支持這建議呢？
- 保密投票又如何？有了保密投票，您在被投資公司表決重要政策或管理層提出的建議時會不會感到更加順暢？

8. 提高香港企業管治水平需要甚麼改變？

8.1 您是否支持改革以下企業管治因素(就香港企業環境來說)，以提高被投資公司的股份價值？改變這些因素對您的投資政策有多大影響？請您提議一些可提高股份價值的改變？

- (i) 董事會結構
 - 強制要求每年召開 4 次董事會會議，但建議 6 次則更加理想
 - 加強董事會會議的質素，例如：應該有外間專業人士列席會議
- (ii) 董事質素
 - 必須委任董事級的財務總監或財務總經理，而他/她須為合資格的會計師
 - 行政總裁沒有控制權
 - 董事的服務合約如果超過 3 年，需要獲股東通過
 - 獨立非執行董事每年要聲明其獨立性
 - 董事中最少 30% 必須是獨立非執行董事(而不是硬性規定 2 個)。這樣他們的權力才不會在大規模的董事會中被「稀釋」
 - 對獨立非執行董事的要求：過往或現時與公司或其附屬機構沒有財務或其他利益關係
 - 透過培訓及教育加深董事對企業管治的認識
 - 將每位董事職責的詳情分為「非集團」及「集團內」兩類披露
- (iii) 報告及資料披露
 - 年結及核數師報告應該在財政年度結束後 5 個月內送給股東
 - 公開公司內薪酬最高的 5 位職員
 - 披露董事行使認股權及認股權證所獲的利益金額
 - 披露付給核數師的非審計費用
 - 授權核數師除了財務報告及註釋外，亦可評論其他資訊
 - 強制要求輪流更換審計伙伴
 - 核數報告有關內部控制不足之處
 - 延長禁止董事買賣公司股票的時間(現時的規定是業績公佈日之前 1 個月)
- (iv) 香港企業環境特有的問題
 - 同一家族的成員不可以佔擁有表決權董事的 50% 以上
 - 應該禁止股東提名代表出任董事會成員

8.2 除了改革香港公司內部的企業管治水平外，我們亦想請您對以下其他企業管治改革發表意見：

- 改革應該是自發推行的抑或受政府更嚴格規管？
- 如果有更嚴格的企業管治要求會否使董事會負擔過重？
- 如果管理層太注重問責性，閣下認為這會否不利於公司的業績表現？
- 您認為相對業績好的公司來說，企業管治改革對業績欠佳的公司是否更加重要？
- 您認為不同行業應有不同的企業管治改革，抑或採用同一標準？
- 不論公司的規模(恆生 33 / 恆生 100)，您認為是否應有相同的企業管治要求？
- 相比香港其他公司來說，您認為對銀行是否應該有另一套(或許更嚴格)的企業管治要求？
- 您是否同意優良企業管治可保障少數股東的權益？
- 您是否同意優良企業管治包括社會責任，例如：參與保護環境？

附錄 3a
網上問卷調查 - 原來版本

第一部份 – 一般資料

請評估下列因素對您的投資決定有多重要。

基本財務因素

| | 不重要 | | 頗為重要 | | 非常重要 |
|------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 1. 未來的現金流量 | <input type="radio"/> |
| 2. 股價波動 | <input type="radio"/> |
| 3. 市場風險 | <input type="radio"/> |
| 4. 交易流動性 | <input type="radio"/> |
| 5. 未來的財務業績 | <input type="radio"/> |
| 6. 槓桿比率 | <input type="radio"/> |
| 7. 股息率 | <input type="radio"/> |
| 8. 每股市值與每股帳面值的比例 | <input type="radio"/> |
| 9. 過往的財務業績 | <input type="radio"/> |

董事會結構、所有權及常規

| | 不重要 | | 頗為重要 | | 非常重要 |
|------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 10. 提名委員會的設立 | <input type="radio"/> |
| 11. 董事會的組合，即董事會內獨立非執行董事所佔的比例 | <input type="radio"/> |
| 12. 管理質素 | <input type="radio"/> |
| 13. 董事的股份所有權 | <input type="radio"/> |
| 14. 獨立非執行董事的獨立性 | <input type="radio"/> |
| 15. 薪酬委員會的設立 | <input type="radio"/> |
| 16. 行政總裁的控制權 (主席及行政總裁由同一人出任) | <input type="radio"/> |
| 17. 董事的表現評核 | <input type="radio"/> |
| 18. 家族所有權及其影響 | <input type="radio"/> |
| 19. 審計委員會的設立 | <input type="radio"/> |

以下因素對建立優良企業管治有多重要?

A. 獨立非執行董事的質素

| | 不重要 | | 頗為重要 | | 非常重要 |
|----------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| * 獨立非執行董事的獨立性 | <input type="radio"/> |
| * 委任獨立非執行董事要遵守證券交易所的《上市規則》 | <input type="radio"/> |
| * 大多數的獨立非執行董事應該對財務或會計有認識 | <input type="radio"/> |
| * 獨立非執行董事應由提名委員會委任 | <input type="radio"/> |
| * 應該披露獨立非執行董事辭職/被辭退的原因 | <input type="radio"/> |

B. 董事酬金

| | 不重要 | | 頗為重要 | | 非常重要 |
|-----------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| * 強制披露行政董事個別的酬金 | <input type="radio"/> |
| * 披露董事失去職位的補償 | <input type="radio"/> |
| * 表現與薪酬掛鉤 | <input type="radio"/> |
| * 規定董事約滿離職金 | <input type="radio"/> |

C. 董事結構及常規

| | 不重要 | | 頗為重要 | | 非常重要 |
|--------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| * 強制委任董事級的財務總監/財務總經理 | <input type="radio"/> |
| * 財務總監/財務總經理必須是合資格的會計師 | <input type="radio"/> |
| * 董事會主席不可兼任行政總裁或董事長或總裁 | <input type="radio"/> |
| * 限制出任董事會的家族成員數目 | <input type="radio"/> |
| * 正式評核表現： | | | | | |
| ▶ 行政總裁 | <input type="radio"/> |
| ▶ 董事會 | <input type="radio"/> |
| * 董事會主席應為獨立非執行董事 | <input type="radio"/> |
| * 董事會大多數成員須為獨立非執行董事 | <input type="radio"/> |
| * 如果主席兼任行政總裁，應該有一位「牽頭」獨立非執行董事統籌董事會功能 | <input type="radio"/> |
| * 獨立非執行董事在董事會的任期不應該超過3年 | <input type="radio"/> |
| * 董事會必須有一位成員代表小股東的利益 | <input type="radio"/> |
| * 強制規定每年最少召開4次董事會 | <input type="radio"/> |
| * 為執行及非執行董事提供入門培訓 | <input type="radio"/> |

| | | | | | |
|---------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| * 董事會應該訂立道德守則或商務常規聲明，讓所有股東及職員清楚業務操守準則 | <input type="radio"/> |
| * 為董事提供持續教育 | <input type="radio"/> |
| * 著重聘用有質素的董事，特別是獨立非執行董事 | <input type="radio"/> |

D. 董事的服務合約

| | 不重要 | | 頗為重要 | | 非常重要 |
|---------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| * 董事的服務合約不應該超過 12 個月 | <input type="radio"/> |
| * 如果董事的服務合約超過 3 年，需要獲股東通過 | <input type="radio"/> |

請評估以下因素對您的投資決定有多重要。

年報的資料披露

| | 不重要 | | 頗為重要 | | 非常重要 |
|-------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 20. 財務報告的內容(包括註釋) | <input type="radio"/> |
| 21. 披露企業的社會責任資料，例如：環保問題 | <input type="radio"/> |
| 22. 年報適時 | <input type="radio"/> |

以下因素對建立優良企業管治有多重要?

E. 年報的資料披露

| | 不重要 | | 頗為重要 | | 非常重要 |
|----------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| * 披露董事行使認股權及/或認股權證所獲的利益 | <input type="radio"/> |
| * 披露更多董事與關聯方交易的資料 | <input type="radio"/> |
| * 在財務報告內披露付給核數師的其他費用 | <input type="radio"/> |
| * 年報另立一節或加進概要報告以陳述企業管治 | <input type="radio"/> |
| * 年報內聲明商業風險(例如：外匯承受的風險) | <input type="radio"/> |
| * 每季的財務報告 | <input type="radio"/> |
| * 在財政年度結束後 4 個月內將每年的財務及核數師報告送交股東 | <input type="radio"/> |
| * 年報內刊載關注事項 | <input type="radio"/> |

請評估下列因素對您的投資決定有多重要。

核數師的角色

| | 不重要 | | 頗為重要 | | 非常重要 |
|----------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 23. 核數的質素(是否由 5 大執業會計師行核數) | <input type="radio"/> |

以下因素對建立優良企業管治有多重要?

F. 核數師的角色

| | 不重要 | | 頗為重要 | | 非常重要 |
|--------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| * 年報內刊載內部控制不足之處 | <input type="radio"/> |
| * 強制輪流更換核數伙伴 | <input type="radio"/> |
| * 要求核數師必須查核其他財務報告或資料(例如：「管理部門討論及分析」) | <input type="radio"/> |
| * 核數師不應該實質參與要求核數的公司的非核數服務 | <input type="radio"/> |
| * 核數師要負責偵查舞弊行為 | <input type="radio"/> |

請評估下列因素對您的投資決定有多重要。

投資者保障

| | 不重要 | | 頗為重要 | | 非常重要 |
|----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 24. 機構投資者與被投資公司的溝通水平 | <input type="radio"/> |

以下因素對建立優良企業管治有多重要?

G. 投資者保障

| | 不重要 | | 頗為重要 | | 非常重要 |
|-------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| * 集體向公司訴訟 | <input type="radio"/> |
| * 「一股一票」的原則 | <input type="radio"/> |
| * 機構投資者應該在被投資公司的董事會內有代理董事 | <input type="radio"/> |
| * 閣下對更有效保障股東權利有甚麼意見。請在下列空格填寫。 | | | | | |

????????????????

強制執行規管

| | 不 重 要 | | 頗 為 重 要 | | 非 常 重 要 |
|-------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 25. 法律及規管環境 | <input type="radio"/> |

以下因素對建立優良企業管治有多重要?

H. 強制執行規管

| | 不 重 要 | | 頗 為 重 要 | | 非 常 重 要 |
|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| * 加強處罰及禁止內幕交易 | <input type="radio"/> |
| * 應該賦予證監會更多權力促進優良企業管治 | <input type="radio"/> |

其他

| | 不 重 要 | | 頗 為 重 要 | | 非 常 重 要 |
|-----------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 26. 交易成本 | <input type="radio"/> |
| 27. 企業策略 | <input type="radio"/> |
| 28. 貪污問題 | <input type="radio"/> |
| 29. 在證券交易所上市的年期 | <input type="radio"/> |

以下因素對建立優良企業管治有多重要?

I. 其他

| | 不 重 要 | | 頗 為 重 要 | | 非 常 重 要 |
|------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| * 為香港各上市公司引入企業管治評級，例如：標準普爾評級 | <input type="radio"/> |

第 II 部份 - 香港的企業管治

香港的企業管治

| | 十分不同意 | | 中立 | | 十分同意 |
|---|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 30. 閣下對以下說法有多同意: | | | | | |
| a. 機構投資者集中所有權可代替優良的企業管治措施以保障投資者的權利。 | <input type="radio"/> |
| b. 企業管治改革太著重問責性，損害了業績 | <input type="radio"/> |
| c. 現時披露風險的水平令人滿意 | <input type="radio"/> |
| d. 現時要求年報披露的資料已足夠 | <input type="radio"/> |
| e. 香港上市公司的家族控股結構不利於： | | | | | |
| ▶ 公司財務業績 | <input type="radio"/> |
| ▶ 董事會功能的正常運作 | <input type="radio"/> |
| f. 優良企業管治對業績欠佳的公司更為重要 | <input type="radio"/> |
| g. 高水平的企業管治對規模較小及較大的上市公司同樣重要 | <input type="radio"/> |
| 31. 如果您發現香港上市公司的企業管治措施有所改善，您會否改變投資策略? | | | | | |
| <input type="radio"/> a. 不會改變 | | | | | |
| <input type="radio"/> b. 會，將延長預計投資年期 | | | | | |
| <input type="radio"/> c. 會，將增加投資的比例 | | | | | |
| <input type="radio"/> d. 會，將有 b. 及 c. 的改變 | | | | | |
| 32. 閣下會否為香港管治優良 (相比管治欠佳) 的公司付出溢價? 如果會，大約是多少呢? | | | | | |
| <input type="radio"/> a. 會，溢價約為：_____ % | | | | | |
| <input type="radio"/> b. 不會 | | | | | |

33. 請評估以下國家上市公司的整體企業管治措施 (最優良是第 1 級, 最惡劣屬第 8 級)。

- i. 澳洲
- ii. 加拿大
- iii. 香港
- iv. 馬來西亞
- v. 新加坡
- vi. 台灣
- vii. 美國
- viii. 英國

| | 不滿意 | | 頗為滿意 | | 非常滿意 |
|---------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 34. 您如何評價香港的企業管治水平? | <input type="radio"/> |

35. 閣下是否支持香港進行企業管治改革?

- a. 支持
- b. 不支持

| | 十分不同意 | | 中立 | | 十分同意 |
|---------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 36. 企業管治改革應該是自發推行的, 抑或要立法或接受規管? | | | | | |
| ▸ 《上市規則》內的《最佳應用守則》提供更多指引可進一步改善香港的企業管治 | <input type="radio"/> |
| ▸ 企業管治改革應由《上市規則》規管 | <input type="radio"/> |
| - 《上市規則》應由證監會, 而不是香港交易所規管 | <input type="radio"/> |
| ▸ 應該通過立法管制企業管治, 即《公司條例》 | <input type="radio"/> |
| ▸ 企業管治應該是自發推行的 | <input type="radio"/> |

第 III 部份 – 企業管治改革

| | 十分不同意 | | 中立 | | 十分同意 |
|--------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 37. 閣下是否同意優良企業管治可改善公司業績? | | | | | |
| a. 短線來說： | <input type="radio"/> |
| 請問短線的定義是： _____月 | | | | | |
| b. 長線來說： | <input type="radio"/> |
| 請問短線的定義是： _____月 | | | | | |

問題 38 (A 及 I 部份) 的結果納入第 I 部份 - 一般資料

第 IV 部份 – 尋求在香港上市的中國大陸公司

| | 十分不同意 | | 中立 | | 十分同意 |
|----------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 39. 您是否同意尋求在香港上市公司應該要有更高的企業管治水平? | <input type="radio"/> |

40. 您認為還應該設立甚麼其他企業管治機制。

第 V 部份 – 回應者的資料

41. 閣下的機構屬於哪一類型? (可選擇超過一個答案)

- a. 退休基金
- b. 互惠基金
- c. 私人投資基金
- d. 資金管理公司
- e. 投資銀行
- f. 保險公司
- g. 投資信託公司
- h. 單位信託公司
- i. 經紀行經銷
- j. 混合基金管理
- k. 其他 (請註明) _____

42. 閣下的機構屬於哪個國家/地區? (可選擇超過一個答案)
- a. 美國
 - b. 亞洲
 - c. 歐洲
 - d. 拉丁美洲
 - e. 其他 (請註明) _____
43. 閣下在香港的投資組合的平均預計投資年期有多長?
- a. 短於 2 個月
 - b. 2 至 6 個月
 - c. 6 至 12 個月
 - d. 1 至 2 年
 - e. 2 至 5 年
 - f. 5 至 10 年
 - g. 超過 10 年
44. 上述問題 (43) 答案與閣下在香港以外市場的投資是否不同?
- a. 沒有不同, 我們在所有市場均有相同的平均預計投資年期
 - b. 有不同, 我們在_____ (國家名稱) 的投資組合有較短的平均預計投資年期
 - c. 有不同, 我們在 _____ (國家名稱) 的投資組合有較長的平均預計投資年期
45. 如果有不同, 為甚麼投資組合決定會有所不同?
- a. 企業管治措施不同
 - b. 企業管治事宜外的原因
 - c. a. 及 b.
46. 請約略 ; 估計貴機構現有投資的持產組合:
- a. 短線投資 : _____ %
 - b. 長線投資 : _____ %

47. 閣下預期在短期內，貴公司的投資持產組合有沒有改變？

- a. 有，我們預期；比例會改變為：
短線投資： _____ %
長線投資： _____ %
- b. 沒有

48. 貴公司的規模有多大？(管理的資產約值，以美元計算)

少於 10 億美元 10-50 億美元 50-100 億美元 100-250 億美元 250-500 億美元 超過 500 億美元

- | | | | | | | |
|-------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| a. 香港 | <input type="radio"/> |
| b. 亞洲 | <input type="radio"/> |
| c. 全球 | <input type="radio"/> |

49. 閣下估計貴公司在香港的市場佔有率約有多大？

- a. 低於 %
- b. 5% - 10%
- c. 10% - 15%
- d. 15% - 20%
- e. 20% - 25%
- f. 25% - 50%
- g. 超過 0%

50. 請指出貴公司在以下地方的投資情況。

| 國家 | 從沒投資 | 以往有投資但現在沒有 | 現在有投資 | 將來會投資 |
|------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| 香港 | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 台灣 | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 中國大陸 | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 馬來西亞 | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 印尼 | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 新加坡 | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 曼谷 | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 東京 | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 法蘭克福 | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 倫敦 | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 澳洲 | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 美國 | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 加拿大 | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 拉丁美洲 | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |

51. 與香港相比，閣下在其他已開發市場(例如：倫敦或紐約)有沒有採取不同的投資策略?

a. 有，為甚麼?

b. 沒有

52. 閣下在貴公司的職位是？

- a. 董事
- b. 基金經理
- c. 投資總經理
- d. 公司秘書
- e. 企業管治主管或企業管治行政人員
- f. 行政總裁
- g. 研究部主管
- h. 分析員
- i. 其他 (請註明) : _____

53. 閣下對客戶的投資責任達到哪個程度？

- a. 為自己的公司作投資決定
- b. 為公司的個人客戶作投資決定
- c. 為公司的機構客戶作投資決定
- d. 為客戶提供保管服務
- e. 其他 (請註明) : _____

54. 貴公司的政策是否會：

- a. 表決被投資公司內董事會的所有事宜
- b. 不表決被投資公司內有關董事會的事宜
- c. 對管理層的建議或議案投贊成票
- d. 在周年大會前解決與管理層的分歧

會 不會

-
-
-
-

55. 每年最少與被投資公司會見一次

-

56. 如果您不滿意被投資公司的企業管治：

- a. 袖手旁觀
- b. 沽售股份
- c. 插手解決問題
- d. 請詳述 _____

-
-
-

57. 閣下對香港企業管治有甚麼其他意見? 亦請就企業管治提供進一步資料。

問卷完結

附錄 3b
網上調查問卷 – 修訂版本

第 I 部份 – 一般資料

請評估下列因素對您的投資決定有多重要。

基本財務因素

| | 不重要 | | 頗為重要 | | 非常重要 |
|------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 1. 未來的現金流量 | <input type="radio"/> |
| 2. 股票波動 | <input type="radio"/> |
| 3. 市場風險 | <input type="radio"/> |
| 4. 交易流動性 | <input type="radio"/> |
| 5. 未來的財務業績 | <input type="radio"/> |
| 6. 槓桿比率 | <input type="radio"/> |
| 7. 股息率 | <input type="radio"/> |
| 8. 每股市值與每股帳面值的比例 | <input type="radio"/> |
| 9. 過往的財務業績 | <input type="radio"/> |
| 10. 過往的現金流量 | <input type="radio"/> |

董事會結構、所有權及常規

| | 不重要 | | 頗為重要 | | 非常重要 |
|------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 11. 提名委員會的設立 | <input type="radio"/> |
| 12. 董事會的組合，即董事會內獨立非執行董事所佔的比例 | <input type="radio"/> |
| 13. 管理質素 | <input type="radio"/> |
| 14. 董事的股份所有權 | <input type="radio"/> |
| 15. 獨立非執行董事的獨立性 | <input type="radio"/> |
| 16. 薪酬委員會的設立 | <input type="radio"/> |
| 17. 行政總裁的控制權(主席及行政總裁由同一人出任) | <input type="radio"/> |
| 18. 董事的表現評核 | <input type="radio"/> |
| 19. 家族所有權及影響 | <input type="radio"/> |
| 20. 審計委員會的設立 | <input type="radio"/> |

以下因素對建立優良企業管治有多重要?

A. 獨立非執行董事的質素

| | 不重要 | | 頗為重要 | | 非常重要 |
|--------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| * 獨立非執行董事的獨立性 | <input type="radio"/> |
| * 委任獨立非執行董事要遵守證券交易所的《上市規則》 | <input type="radio"/> |
| * 大多數的獨立非執行董事應該對財務或會計有認識 | <input type="radio"/> |
| * 獨立非執行董事應由提名委員會委任 | <input type="radio"/> |
| * 應該披露獨立非執行董事辭職/被辭退的原因 | <input type="radio"/> |
| * 獨立非執行董事在董事會內的最優比例是多少? _____% | | | | | |

B. 董事結構及常規

| | 不重要 | | 頗為重要 | | 非常重要 |
|---------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| * 董事會主席不可兼任行政總裁或董事長或總裁 | <input type="radio"/> |
| * 限制出任董事會的家族成員數目 | <input type="radio"/> |
| * 董事會主席應為獨立非執行董事 | <input type="radio"/> |
| * 董事會大多數成員須為獨立非執行董事 | <input type="radio"/> |
| * 董事會必須有一位成員代表小股東的利益 | <input type="radio"/> |
| * 董事會應該訂立道德守則或商務常規聲明，讓所有股東及職員清楚業務操守準則 | <input type="radio"/> |
| * 著重聘用有質素的董事，特別是獨立非執行董事 | <input type="radio"/> |

請評估下列因素對您的投資決定有多重要。

年報的資料披露

| | 不重要 | | 頗為重要 | | 非常重要 |
|------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 21. 財務報告的內容(包括註釋) | <input type="radio"/> |
| 22. 年報適時 | <input type="radio"/> |
| 23. 核數師報告 | <input type="radio"/> |
| 24. 董事就財務報告及年報內容發出責任聲明 | <input type="radio"/> |

以下因素對建立優良企業管治有多重要?

C. 年報的資料披露

| | 不重要 | | 頗為重要 | | 非常重要 |
|-------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| * 披露董事行使認股權及/或認股權證所獲的利益 | <input type="radio"/> |
| * 披露更多董事與關聯方交易的資料 | <input type="radio"/> |
| * 年報獨立一部份或加進概要報告陳詳企業管治 | <input type="radio"/> |
| * 年報內聲明商業風險(例如：外匯承受的風險) | <input type="radio"/> |
| * 每季的財務報告 | <input type="radio"/> |

請評估下列因素對您的投資決定有多重要。

投資者保障

| | 不重要 | | 頗為重要 | | 非常重要 |
|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 25. 機構投資者與被投資公司的溝通水平 | <input type="radio"/> |
| 26. 向分析員及其他投資者發放同樣的資訊 | <input type="radio"/> |

以下因素對建立優良企業管治有多重要?

D. 投資者保障

| | 不重要 | | 頗為重要 | | 非常重要 |
|---------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| * 集體向公司訴訟 | <input type="radio"/> |
| * 「一股一票」的原則 | <input type="radio"/> |
| * 機構投資者應該在被投資公司的董事會內有代理董事 | <input type="radio"/> |

請評估下列因素對您的投資決定有多重要。

強制執行規管

| | 不重要 | | 頗為重要 | | 非常重要 |
|-------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 27. 法律及規管環境 | <input type="radio"/> |

以下因素對建立優良企業管治有多重要?

E. 強制執行規管

| | 不重要 | | 頗為重要 | | 非常重要 |
|---------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| * 加強處罰及禁止內幕交易 | <input type="radio"/> |
| * 加強證監會執行的權力 | <input type="radio"/> |

請評估下列因素對您的投資決定有多重要。

以下因素對建立優良企業管治有多重要?

F. 其他

| | 不重要 | | 頗為重要 | | 非常重要 |
|------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| * 為香港各上市公司引入企業管治評級，例如：標準普爾評級 | <input type="radio"/> |

第 II 部份 - 香港的企業管治

香港的企業管治

| | 十分不同意 | | 中立 | | 十分同意 |
|---|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 28. 閣下對以下說法有多同意: | | | | | |
| a. 現時要求年報披露的資料已足夠 | <input type="radio"/> |
| b. 香港上市公司的家族控股結構不利於: | | | | | |
| ▶ 公司財務業績 | <input type="radio"/> |
| ▶ 董事會功能的正常運作 | <input type="radio"/> |
| c. 優良企業管治對業績欠佳的公司更為重要 | <input type="radio"/> |
| d. 高水平的企業管治對規模較小及較大的上市公司同樣重要 | <input type="radio"/> |
| e. 《上市規則》現時規定執行的措施足夠 | <input type="radio"/> |
| 29. 如果您發現香港上市公司的企業管治措施有所改善，您會否改變投資策略? | | | | | |
| <input type="radio"/> a. 不會改變 | | | | | |
| <input type="radio"/> b. 會，將延長預計投資年期 | | | | | |
| <input type="radio"/> c. 會，將增加投資的比例 | | | | | |
| <input type="radio"/> d. 會，將有 b. & c. 的改變 | | | | | |

| | 不滿意 | | 頗為滿意 | | 非常滿意 |
|---------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 30. 您如何評價香港的企業管治水平? | <input type="radio"/> |

31. 閣下是否支持香港進行企業管治改革?

a. 支持

b. 不支持

| | 十分不同 意 | | 中立 | | 十分同意 |
|---------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 32. 企業管治改革應該是自發推行的，抑或要立法或接受規管? | | | | | |
| ▶ 《上市規則》內的《最佳應用守則》提供更多指引可進一步改善香港的企業管治 | <input type="radio"/> |
| ▶ 企業管治改革應由《上市規則》規管 | <input type="radio"/> |
| a. 應該由證監會負責上市公司規例 | <input type="radio"/> |
| b. 應該由香港交易所負責上市公司規例 | <input type="radio"/> |
| ▶ 應該通過立法管制企業管治，即《0公司條例》 | <input type="radio"/> |
| ▶ 企業管治應該是自發推行的 | <input type="radio"/> |
| ▶ 您希望未來有甚麼其他執行措施。 | | | | | |

| | 非常不同 意 | | 中立 | | 非常同意 |
|--------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 33. 閣下是否同意優良企業管治可改善公司業績? | <input type="radio"/> |

第 III 部份 - 尋求在香港上市的中國大陸公司

| | 非常不同 意 | | 中立 | | 非常同意 |
|-----------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 34. 您是否同意尋求在香港上市的公司應該要有更高的企業管治水平? | <input type="radio"/> |

第 IV 部份 – 回應者的資料

35. 閣下的機構屬於哪一類型? (可選擇超過一個答案)

- a. 退休基金
- b. 互惠基金
- c. 私人投資基金
- d. 資金管理公司
- e. 投資銀行
- f. 保險公司
- g. 投資信託公司
- h. 單位信託公司
- i. 經紀/經銷
- j. 混合基金管理
- k. 其他 (請註明) _____

36. 閣下的機構屬於哪個國家/地區 (可選擇超過一個答案)

- a. 美國
- b. 亞洲
- c. 歐洲
- d. 拉丁美洲
- e. 其他(請註明) _____

37. 閣下在香港的投資組合的平均預計投資年期有多長?

- a. 短於 2 個月
- b. 2 至 6 個月
- c. 6 至 12 個月
- d. 1 至 2 年
- e. 2 至 5 年
- f. 5 至 10 年
- g. 超過 10 年

38. 貴公司的規模有多大? (管理的資產約值, 以美元計算)

| | 少於 10 億美元 | 10-50 億美元 | 50-100 億美元 | 100-250 億美元 | 250-500 美元 | 超過 500 億美元 |
|-------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| a. 香港 | <input type="radio"/> |
| b. 亞洲 | <input type="radio"/> |
| c. 全球 | <input type="radio"/> |

39. 閣下在貴公司的職位是?

- a. 董事
- b. 基金經理
- c. 投資總經理
- d. 公司秘書
- e. 企業管治主管或企業管行政人員
- f. 行政裁
- g. 研究部管
- h. 分析員
- i. 其他(請註明): _____

問卷完結

附錄 4

網上問卷調查回應者對各項企業管治因素的平均評分

| 因素 | 平均評分 (5 = 最重要) |
|------------------------------------|-------------------|
| A. 獨立非執行董事的質素 | |
| 獨立非執行董事的獨立性 | 4.21 |
| 應該披露獨立非執行董事辭職/被辭退的原因 | 4.07 |
| 大多數獨立非執行董事應該對財務或會計有認識 | 4.00 |
| 委任獨立非執行董事要遵守證券交易所的《上市規則》 | 3.86 |
| 獨立非執行董事應由提名委員會委任 | 3.57 |
| B. 董事酬金 | |
| 強制披露行政董事個別的酬金 | 4.18 |
| 表現與薪酬掛鉤 | 4.18 |
| 披露董事失去職位的補償 | 4.18 |
| 規定董事約滿離職金 | 4.00 |
| C. 董事會結構及常規 | |
| 正式評核行政總裁的表現 | 4.27 |
| 財務總監/財務總經理應該是合資格的會計師 | 4.09 |
| 正式評核董事會的表現 | 4.00 |
| 強制委任董事級的財務總監/財務總經理 | 4.00 |
| 董事會應該訂立道德守則或常規聲明,讓所有股東及職員清楚業務操守準則 | 3.93 |
| 著重聘用有質素的董事,特別是獨立非執行董事 | 3.92 |
| 限制出任董事會的家族成員數目 | 3.71 |
| 強制規定每年最少召開 4 次董事會 | 3.55 |
| 如果主席兼任行政總裁,應該有一位「牽頭」獨立非執行董事統籌董事會功能 | 3.50 |
| 為執行及非執行董事提供入門培訓 | 3.45 |
| 為董事提供持續教育 | 3.27 |
| 董事會內必須有一位成員代表小股東的利益 | 3.21 |
| 董事會主席不可兼任行政總裁或董事長或總裁 | 3.14 |
| 獨立非執行董事在董事會的任期不應該超過 3 年 | 2.91 |
| 董事會大多數成員為獨立非執行董事 | 2.79 |
| 董事會主席應為獨立非執行董事 | 2.64 |
| D. 董事的合約 | |
| 如果董事會的服務合約超過 3 年,需要獲股東通過 | 3.00 |
| 董事的服務合約不應該超過 12 個月 | 2.73 |
| E. 年報的資料披露 | |
| 在財政年度結束後 4 個月內將每年的財務及審計師報告送交股東 | 4.56 |

| | |
|----------------------------------|------|
| 披露更多董事與關聯方交易的資料 | 4.54 |
| 披露董事行使認股權及/或認股權證所獲的利益 | 4.38 |
| 每季的財務報告 | 4.23 |
| 年報內聲明商業風險，例如：外匯承受的風險 | 4.15 |
| 年報內刊載關注事項 | 4.10 |
| 在財務報告內披露付給審計師的其他費用 | 4.10 |
| 年報內另立一節或加進概要報告以陳述企業管治 | 4.08 |
| F. 審計師的角色 | |
| 年報內刊載內部控制不足之處 | 4.45 |
| 審計師要負責偵查舞弊行為 | 4.09 |
| 授權審計師查核其他財務報告或資料(例如：「管理部門討論及分析」) | 4.18 |
| 審計師不應該實質參與要求審計的公司的非審計服務 | 4.00 |
| 強制輪流更換審計伙伴 | 3.82 |
| G. 投資者保障 | |
| 一股一票的原則 | 3.93 |
| 集體向公司訴訟 | 3.79 |
| 機構投資者應該在被投資公司的董事會內有代理董事 | 3.36 |
| H. 強制執行規管 | |
| 加強處罰及禁止內幕交易 | 4.60 |
| 應該賦予證監會更多權力促進優良企業管治 | 3.47 |
| I. 其他 | |
| 為香港各上市公司引入企業管治評級，例如：標準普爾評級 | 3.50 |