

驟眼看來，日本的企業管治似乎在過去數年倒退至最低水平，至少有兩家著名公司（包括日產¹及東芝²）由於不當行為而成為全球新聞焦點。然而，日本股票高級組合經理 Edward Ritchie 認為，若進行深入分析，便會發現日本的情況其實正在轉變，儘管步伐緩慢。

日本的企業管治正在改善

日本的企業管治正在改善

對比過往，股東及公司董事會現在擁有的控制權，已經超越掌握主導地位、看似屹立不倒的公司主席及行政總裁。我們認為，近年日本企業的連串管治醜聞，應該被視為該國穩定改善企業管治實踐的徵兆。這些改善難免令公司「家醜外揚」，這種情況在五年前仍然難以想像，但長遠來說對各方有利。

1. 文化轉變

隨著日本企業漸趨全球化、業務更為多元化，管治改善不僅有助良好實踐，亦可維繫僱員與股東之間的互信。過去，日本沿用終身僱用制，員工在整個職業生涯中只會任職於一家公司，因此對僱主及公司的高級管理層極其忠心。同樣，股東一般與企業建立長久的關係，除了持有公司的股權外，他們亦可能同時是公司的債權人、供應商或客戶。然而，這種模式正在緩慢改變。

現時，越來越多的日本員工在職業生涯中轉職，因為他們重視流動性及滿足感等因素多於穩定性³，從而導致日本員工傳統以來對僱主的忠誠度有所降低。正因如此，新員工有機會引入過去接觸過的最佳實踐相關的新想法，從而幫助形成「敢言」的企業文化，讓員工勇於就欺詐行為發聲。日本的職場文化出現轉變，正對當地企業管治帶來正面影響，而支持舉報人的政策亦迎頭趕上。雖然日本於 2006 年通過《公益通報者保護法》，但公眾對舉報人權利及保護的意識仍然普遍不足。有鑑於此，政府在去年修訂該保護法，以擴大保障範圍。⁴

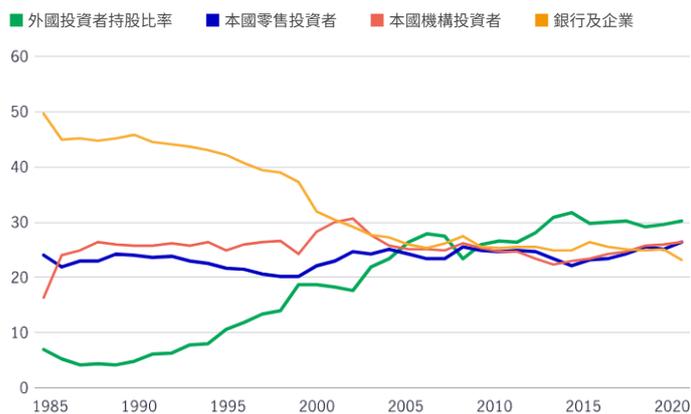
¹ 「戈恩興衰史：第一節」，〈哈佛商學院評論〉，2021 年 6 月 3 日。

² 「東芝主席拒絕辭職，承諾引進新董事」，路透社，2021 年 6 月 14 日。

³ 「轉職率改變」，Transtructure，2021 年 2 月 9 日。

⁴ 「舉報法是否奏效？舉報人保護訴訟的全球研究」，國際律師協會，2021 年 3 月。

圖一：日本企業的股東構成正在轉變



資料來源：中信里昂、宏利投資管理，截至 2021 年 7 月。

隨著外國投資者增持日本公司的股權，股東構成亦在發生變化。另一方面，該國的銀行及企業面對更大的減持壓力，外界普遍認為這些持股反映資本使用率欠佳。換言之，越來越多股東與所投資的公司只有「部份擁有人」的單一關係，僅此而已。

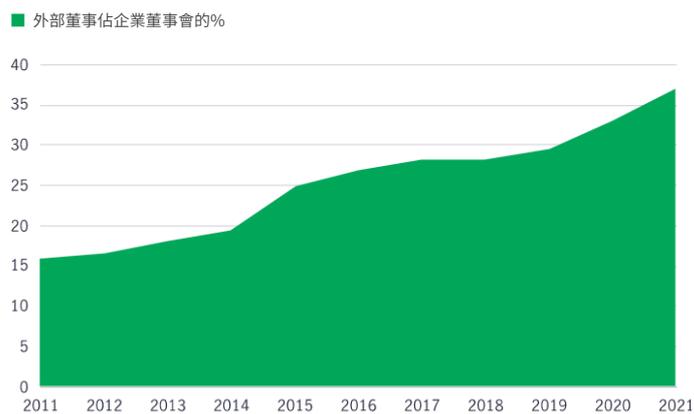
2. 外部董事

日本的外部董事數目在過去數年顯著增加。舉例來說，在 2014 年，只有 21.5% 於東京證券交易所及大阪證券交易所上市的公司擁有至少兩名外部董事，但到了 2020 年，這個百分比激增至 95.3%。⁵ 我們認為這是由於日本在 2015 年制訂了《企業管治守則》，規定企業董事會必須至少擁有兩名真正的外部董事。不過，這些外部董事大部份都是律師、大學教授及會計師，對公司總裁／行政總裁所掌握的權力影響不大。

⁵ 「安倍經濟學有助改善日本企業管治質素，但仍須繼續努力」，《日本時報》，2020 年 9 月 14 日。

⁶ 「企業管治監察 2020：未來的承諾」，亞洲企業管治協會，2021 年 5 月 20 日。

圖二：日本企業的董事會組成：情況改善



資料來源：日本會社役員育成機構、宏利投資管理，2021 年 7 月。

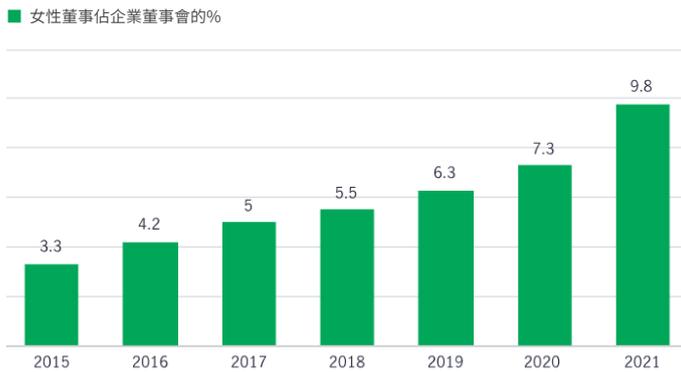
根據亞洲企業管治協會的資料，日本在亞洲區企業管治的排名從 2018 年的第七位上升至 2020 年的第五位。⁶ 表面看來，日本的排名躍升反映管治改善取得進展；然而，經過深入分析之後便會發現，日本在 2020 年的排名上升主要與增加氣候變化的披露有關。重要的是，日本的排名仍低於澳洲、香港、台灣及新加坡等經濟體。我們認為最近有關東芝的風波亦突顯一個事實：真正的獨立董事仍難以打破董事會圍繞行政總裁所建立的共識。

在 2006 年，豐田前董事長奧田碩曾經表示毋須引進外部董事，因為他們對公司或行業一無所知，「只會礙手礙腳」。⁷ 奧田先生，請恕我們對此不表認同：委任外部董事旨在保障股東利益，避免掌握勢力的管理層濫用職權。事實上，自從奧田先生離任之後，豐田在 15 年來作出不少轉變，除了投放大量資源改革企業管治架構外，亦任命了三名外部成員加入董事會。⁸

⁷ 「重塑日本：政府及行業如何改革日本的資本主義」，第 167 頁，Steven Vogel，康奈爾大學出版社，2006 年。

⁸ 「豐田汽車集團的企業管治」，豐田汽車集團，2021 年 6 月 24 日。

圖三：女性董事在日本企業董事會的代表性趨升



資料來源：日本會社役員育成機構、宏利投資管理，2021年7月。

在過去數年，我們亦發現一些令人鼓舞的跡象，顯示日本企業朝著正確的方向前進。以索尼為例，該公司已全面採納委任外部董事的概念，董事會亦以外部董事為主。這項轉變始於2014年，⁹當時索尼的多項業務錄得虧損。儘管外部董事無法就業務本身提出建議，但他們確實曾經提議公司不同部門必須消除獨善其心的心態。在過去四年，索尼的基本盈利顯著增長。

3. 分拆主席及行政總裁的職務

在2020年，約44%的東京證券交易所500指數成份股已分隔了公司主席及行政總裁的職務，比率高於2010年的約41%，¹⁰顯示這方面的進展緩慢。另一個令人擔憂的情況是，在已經分隔主席／行政總裁職務的公司中，約74%邀請了前行政總裁（或相等職位人士）留任董事會。這個情況可能反映權力轉移（即分隔兩項職務的真正用意）還未完全實現。雖然這些公司在改善企業管治方面確實取得了一些進展，但仍有改善空間。

⁹ 「2014年6月19日舉行股東大會通知」，索尼集團，2014年6月2日。

¹⁰ 日本交易所集團，截至2021年7月。

圖四：分隔主席／行政總裁的職務：取得進展但尚可改善

東京證券交易所 500 指數成份股	2010	2020
分隔主席／行政總裁職務的公司比率	41%	44%
董事會至少有 30%獨立董事的公司比率	9%	77%
董事會至少有 50%獨立董事的公司比率	2%	14%
董事會至少有 75%獨立董事的公司比率	0%	1%
分隔主席／行政總裁職務，但前行政總裁仍留任董事會的公司比率	82%	75%

資料來源：Bloomberg Finance L.P.，2021年6月。

雖然分隔主席／行政總裁職務的做法值得鼓勵，但公司只要透過委員會架構來強化管治，亦可繼續沿用聯合主席／行政總裁職務的模式：如果一家公司只有一名主席／行政總裁，其委員會必須由其他董事出任主席，最理想的是由外部董事擔任。豪雅株式會社便是採用這個架構的典範，該公司的行政總裁兼任主席一職，而審計、提名及薪酬委員會則分別由公司的一名獨立董事擔任主席。¹¹

4. 加強對附屬公司的控制

日本過去一直採用由母公司持有多家附屬公司的制度，因此管理層濫用控制權的情況屢見不鮮。在不少情況下，附屬公司只是母公司的銷售代理，並非直接受制於母公司的企業管治規則。鑑於監察不力，過往曾經發生負責銷售業務的附屬公司為了達到母公司設定的

¹¹ 「領導力：董事會」，www.hoya.co.jp/english/company/directors.html，2021年6月29日。

目標而誇大銷售數字的事件，這亦是日本會計醜聞的主因之一。

製冰機及商用冷櫃製造商星崎集團，正是基於這個原因而在近期備受會計醜聞困擾¹²；該公司的日本及海外附屬公司誇大銷售額，導致業績涉嫌造假的情況。

至於上市附屬公司方面，母公司有時亦會濫用控制權，例如要求附屬公司代其承擔資本開支，甚至直接控制附屬公司的現金流。

我們認為，減少日本企業對附屬公司架構的依賴是最佳的解決方法，而這個情況正開始出現：日立是日本最大的電子綜合企業之一，該公司於 2019 年出售了上市化工業務的 51% 股權；¹³ 最近，日立有意悉數收購其半導體資本設備業務的剩餘少數股權。其他日本綜合企業亦相繼效仿，部份是由於日立的成功例子，加上東京證券交易所更改上市規則，此舉將在未來減少由大型企業持股的附屬公司的指數權重。¹⁴

然而，回購少數股權的過程可能相當複雜，因為少數投資者或會認為母公司利用其地位優勢，以大幅折讓的估值收購少數股權。日本電器製造商松下（Panasonic）曾於 2017 年提議把 PanaHome 變成全資附屬公司時便發生上述情況。¹⁵ PanaHome 第二大股東要求更佳的交易條件，認為松下提出的收購建議較該公司的估值折讓超過 50%，並指出該次收

購為考驗日本企業管治改革成功的考驗。最終，松下把出價提高 20%，更增加其收購建議的現金部份。¹⁶ 除此之外，近年亦有其他例子證明附屬公司架構可能導致資產價值被嚴重低估，令持有上市附屬公司少數股權的投資者受到不公平待遇。

5. 維權投資者

投資者維權主義是一個備受具爭議性、經常不被商界看好的議題，這種情況在日本尤甚。當地最著名的維權投資者村上世彰被控以參與內幕交易的罪名成立。¹⁷ 當局指控他進行綠色勒索並將之定罪（即是透過累積公司股份，以迫使該公司以溢價回購股份，從而抵抗敵意收購），使之在日本變得聲名狼藉。

因此，多家日本公司採用所謂「毒丸條款」，容許現有股東以折讓購買額外股份，從而提高潛在收購的成本，以抵禦不受歡迎的收購建議。從多個層面來說，這明顯拖慢日本在改善企業管治方面的進度，因為這些條款亦可用作管理工具以抵抗可能的改革行動。

儘管如此，今天日本的投資者維權活動已展現不同的面貌：不再聚焦於「賺快錢」，而是專注改善管治質素，以及剔除表現欠佳的管理層。事實上，日本的股東維權表現自 2015 年起便一直穩居第二名（除 2018 年外）。¹⁸

¹² 彭博資訊，2018 年 10 月。

¹³ 「日立出售化工及診斷造影設備業務」，《日本時報》，2019 年 12 月 19 日。

¹⁴ 「東京證券交易所承諾改革股市，引來外界質疑」，彭博資訊，2021 年 2 月 8 日。

¹⁵ 「對沖基金 Oasis 要求 Panasonic 就 PanaHome 交易提出更吸引的條件」，2017 年 2 月 20 日。

¹⁶ 「Panasonic 提高收購 PanaHome 的條件，以吸引股東」，路透社，2017 年 4 月 21 日。

¹⁷ 「日本金融投資者村上世彰因內幕交易入獄」，路透社，2017 年 7 月 19 日。

¹⁸ 彭博資訊、摩根士丹利研究，截至 2021 年 8 月 4 日。

圖五：投資者維權正在日本形成動力



資料來源：彭博資訊、中信里昂，截至 2021 年 8 月 24 日。

在過去 12 個月，維權主義者針對那些未能達到股本回報率目標或管理層無理控制董事會的個別公司。最近的例子包括光學設備製造商奧林巴斯：一名美國維權投資者推動為期兩年的維權運動之後，該公司迫於壓力任命了三名外國董事。¹⁹ 另外，瀨戶欣哉再次獲任命為日本建築材料公司驪住集團的行政總裁，亦象徵日本在企業管治方面取得矚目勝利。瀨戶欣哉早前受聘以逆轉公司欠佳的業績，但與創辦公司的其中一個家族發生衝突之後，他「受誤導而辭職」²⁰。不過，他透過股東提案恢復任命。我們認為當中的訊息非常明確：日本在企業管治方面取得重要進展，投資者維權在某程度上已擺脫之前的負面印象。

其實，投資者維權活動在日本漸見普及，股東結構出現轉變（不結盟股東在公司所佔的比率增加），為維權人士提供一個更有力的平台，透過代理投票來推動董事會改革。現時，日本政府退休投資基金（日本最大的公共投資者）等政府機構鼓勵就代理投票及關鍵

¹⁹ 「美國基金 ValueAct 迫令奧林巴斯委任三名外國董事」，《金融時報》，2019 年 1 月 11 日。

²⁰ 「日本驪住集團前行政總裁在企業管治糾紛後復職」，路透社，2019 年 6 月 25 日。

的環境與社會議題制訂清晰的投資者政策，提升投資者維權運動的影響力與信譽。

6. 適用於所有投資者的日本盡責管理守則

日本金融廳於 2014 年成立專家委員會，為機構投資者制訂盡責管理守則。該守則指出機構投資者應該「與所投資的公司進行具建設性的互動」。²¹ 儘管守則的措辭略見含糊，但已經為日本企業管理層和投資者開啟進行具建設性溝通之路。我們認為日本亦在這方面取得進展：截至 2021 年 6 月，已經有 309 名機構投資者簽署該守則，較三年前只有 221 家簽署機構明顯增加。²²

圖六：日本盡責管理守則：逐漸獲得支持

簽署機構	2018 年 2 月	2021 年 6 月
信託銀行	6	6
投資管理公司	158	199
保險公司	22	24
退休基金	28	68
其他	7	12
總計	221	309

資料來源：日本金融廳，2021 年 6 月。

²¹ 「盡責機構投資者原則：《企業管治守則》」，日本金融廳，2020 年 3 月。

²² 日本金融廳，2021 年 6 月 30 日。

對我們日本股票配置方式的啟示

我們投資理念的核心是：一個充滿活力、勇於挑戰的管理團隊能維持業務的穩健，而公司董事會架構可以為實現這個目標提供指引。因此，我們致力與所投資之公司的管理團隊互動溝通，確保達到組成董事會的特定標準。當中包括：

- 至少三分之一的董事為獨立董事
- 完全獨立的提名委員會
- 明確的董事會多元政策（女性／外國人士參與），並附有實現目標的時間表
- 清晰的績效為本薪酬制度
- 制訂全面消除交叉持股的政策，並附有實現目標的時間表

我們將運用代理投票權確保所投資的公司能夠符合以上標準，或是已制訂明確的政策，闡述達致這些標準的方法和時間。

日本企業管治：表現改善

儘管負面消息偶有發生，但日本的企業管治質素確有改善跡象。除了董事會架構更趨完善外，外部董事對董事會決策的影響力亦較過往增強。日本第一生命保險公司最近宣布回購高達 15.25% 的已發行股份²³，我們認為這是投資者維權活動、外部董事的支持，以及樂意關注股東權益的管理層共同合作的成果。

此外，企業文化亦正在轉變，終身僱用制的重要性不如從前，取而代之的是企業越來越重視那些具備創新思維、能夠帶來新商機的熟練員工。我們的分析顯示，日本股票的股本回報率自 2016 年穩步上升，只有去年受疫情影響令經濟活動受阻除外。我們認為部份原因在於企業管治及文化有所改善。重要的是，我們相信這些轉變已經建立穩固的根基，未來數年可望出現更大的進步。

免責聲明

宏利投資管理是宏利金融的環球財富及資產管理分部。本文件只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本文件的收件人使用，內容由宏利投資管理編製，當中的觀點為撰寫文件當日的意見，並可予以更改。宏利投資管理乃根據其認為可靠的來源編匯或得出本文件的資料及／或分析，惟對其準確性、正確性、有用性及完整性概不發表任何聲明，對因使用有關資料及／或分析而引致的任何損失亦概不負責。有關組合的投資項目、資產分配或於不同國家分布的投資均屬過往的資料，並非日後投資組合的指標，日後的投資組合將有所改變。宏利投資管理、其聯屬公司或彼等之任何董事、高級職員或僱員，對任何人士倚賴或不倚賴本文件所載資料行事而引致的任何直接或間接損失、損害或任何其他後果，概不承擔法律責任或其他責任。

本文件的部份資料可能包含就日後發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。該等事件並不一定會發生，並可能與本文件所載的情況存在重大差異。本文件載有關於金融市場發展趨勢的陳述乃按照現時的市況作出，有關市況會出現變化，並會因市場隨後發生的事件或其他原因而改變。本文件的資料僅供參考，並不構成代表宏利投資管理向任何人士提出買賣任何證券的建議、專業意見、要約或邀請。本文件的資料不得視為現時或過去的建議，或游說買賣任何投資產品或採納任何投資策略的要約。本文件所載的所有資料概不構成投資、法律、會計或稅務意見，或任何投資或策略適用於閣下個別情況的聲明，或構成向閣下提出的個人建議。過往回報並不預示未來業績。投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件(如適用)，以獲取詳細資料，包括任何投資產品的風險因素、收費及產品特點。

專有信息 — 未經宏利投資管理事先同意，不得以任何形式或就任何目的向任何第三方複製、分發、傳閱、散播、刊登或披露本文件全部或任何部分內容。

本文件由宏利投資管理(香港)有限公司屬下分部宏利投資管理(亞洲)刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。

542581

²³ 「回購公司股份通知」，第一生命控股，2021 年 3 月 21 日。