



在香港，機構投資者（或稱機構性股東）佔了股市交易額的一半，而佔股份比例也漸較個人投資者為高。

這些機構投資者主要是養老基金、保險公司、互惠基金和投資基金等，而又以海外大型機構投資者佔大多數。香港政府的金融政策就是要吸引更多國際機構投資者入股港市，以協助提升整個市場的質素。

與香港相比，機構投資者佔了英國市場總股份的六成多，而個人投資者只佔一成四。在過去二十多年，前者有明顯增幅而後者卻急速下跌。海外機構投資者（主要來自美國和歐洲）佔總數約一半。在美國，機構投資者資金的增長極快，從一九七〇年的六千七百億美元發展到一九九八年的十五萬億美元。美國最大的機構投資者順序為：養老基金、投資公司、保險公司、銀行信託和捐贈基金會。其總資產的兩成六為證券，因此機構投資者已成為一股最強大的持力力量，擁有超過一半的全美股票。機構投資者擁有四成多微軟股份，五成多通用電器股份及五成多英特爾股份。由此可見機構投資者的關注對公司管理層行為有重要影響。

由於其規模、影響力和特殊地位，市場一般期望機構投資者遵從最高水平的謹慎標準：「投信準則」(Fiduciary standard)，並應當高於市場的道德水平。大型機構投資者雖有加入一些代表團體，但他們並不是一個整體一致的組織，有其個別目標、政策與本身管治文化。例如以英國為基地的Hermes，曾發布其ethos管治原則，包括「公司應尋求與股東有誠實、公開及持續的對話」，反映它主張與所投資公司保持緊密溝通的作风。

理論上，投資者對股份不滿時可使兩種權利：「離場」(exit)或「出聲」(voice)。明顯地，前者即所謂「用腳投票」，出售股份以示不滿某公司表現。但這是一個較消極的選擇，亦與目前環球盛行的投資者積極行動 (Investor activism) 或股東主義 (Shareholder Activist) 等趨勢相違背。小投資者因股份少，缺乏資源和影響力來監督上市公司管理層，所以較機構投資者喜歡「離場」或「用腳投票」。而機構投資者因有較多資源，傾向積極監察上市公司的管治、策略、營運及表現，亦即所謂「出聲」。

無疑，機構投資者可在公司管治上扮演重要角色。隨著對環球資金的需求，上市公司要對機構投資者的要求作出回應。例如機構投資者會關心上市公司有否採取有效管治機制，以防止大股東董事作出對公司或小股東不利的行為。這些機制包括董事會結構、獨立董事、行政總裁任免、投票程序、高層薪酬計劃、挑選外部核數師、會計程序和披露政策、與派息政策等等。這些機構投資者代表通常與上市公司高層保持溝通，向公司表達其關注或不滿，並在股東大會各議案上投票。

迪士尼「股東起義」事件

近年一些國際性機構投資者不單參與監察所投資的公司，亦對受職的上市公司高層提出法庭訴訟或使其行動以補償損失。另外，也有些機構投資者特別關心公司業績表現，對表現欠佳的公司，在需要時會作出干預，包括要求更換公司董事或行政總裁。他們希望盡早找出問題根源，利用企業管治工具來提升股東價值。

自美國安隆醜聞曝光後掀起一連串類似高層違規事件，小股東經常對公司董事會的不當管治作批評。惡火一貫來曾平見過，也引起了SEC沙賓法案的出台。其中最管股東反感的是公司高層薪酬過高，與業績脫節，及失職的董事會。

在業界，各地又以美國的機構投資者最為積極。家庭娛樂王國華特迪士尼公司 (Walt Disney) 〇四年發生了「股東起義」事件，對環球公司管治發展影響深遠。在〇四年三月三日費城股東大會上，有超過四成的投票反對董事長艾士拿 (Michael Eisner) 連任董事長，成為美國首家巨型上市公司發生類似事件。迪士尼股東一向不滿艾氏，終於時內作出了決定，撤換其主席，其後更要求艾氏在〇四年底前辭去其總裁一職及作出其他董事會改革。



華特迪士尼二〇〇四年曾發生「股東起義」事件，結果前董事長艾士拿被撤換。(彭博圖片)

促成這次倒艾行動的主角包括大型機構投資者——加州公務員退休基金 (CalPERS) 及大型基金——Roe, Pele 和兩位前董事。他們一直對艾氏帶領的董事會作出嚴厲批評，艾氏

不整頓難逃惡意收購

迪士尼股東更進一步在二〇〇四年十月向特拉華州法庭提出集體訴訟，指迪士尼董事會在管治上失職，包括在聘任行政總裁程序上有錯漏，浪費一億多解僱遣散費給表現勁差的前行政總裁歐域士，及接納艾氏提名其妻子出任董事等，並要求巨額賠償逾二億美元。在二〇〇五年八月，法庭終判

董事會管治失當（如未有聘用外間新顧問來釐定奧域士的離職補償金），但因未有證據顯示個別董事蓄意違規，因此判個別董事不須負上失職責任。事實上，筆者相信香港迪士尼運作失常，與其美國總部的管治差勁有關。該集團領導需要一個徹底的整頓，否則長期難以逃避被惡意收購的命運。事實上，CalPERS 一直是全美最大的退休基金，掌管加州幾百萬員的退休金，富可敵國。CalPERS 在投資者積極行動上成績極亮，其因不滿通用汽車及IBM的表現，先後成功踢走兩家公司的管理委員。在二〇〇四年二月，CalPERS 向其擁有不足百分之十股權的皇家荷蘭殼石油公司「發難」，在半年內成功將公司的主席撤換。聯同其他州退休基金，CalPERS 成功將華爾街紐約證券交易所的總裁格爾索 (Grasso) 拉下馬，以表示不滿其過高不合理的薪酬。

在英國，掌握Vodafone共百分之十的機構投資者（包括退休基金投資公司Hermes、Morgan 資金管理公司及標準人壽保險），在〇六年七月二十五日的股東大會上，因不滿公司業績放緩和不信任總裁兼執行董事沙林 (Sarin) 的振興對策，聯合投票反對沙林連任董事。但經過沙林努力拉攏足夠股東的支持，終讓他連任董事並繼續主管Vodafone，這種反對票數高達百分之十，對於藍籌股公司來說已屬罕見。

對沖基金的威力

在香港，積匯最大股東TCI「兒童基金」亦於今年八月股東大會前傳出因不滿業績將施壓換帥。但在股東大會上，TCI代表沒有提出撤換主席，傳言主要是在開會之前，主席鄭明訓努力與TCI商討，TCI最終讓步，領導以容許TCI代表何志安入董事局化解了一場大戰。但這傳言未獲鄭主席確認。無論如何，此事已向港人顯露對沖基金對上市公司的威力，也提醒領導管理層更要努力提高股東回報。

英美加澳等國政府盡量方便小股東作出積極行動以改變公司現狀，並立法加以配合。相反地，由於文化和其他環境因素，一些國家（包括東亞及德國等）對小股東（特別是對沖基金）積極行動有所保留，當地公司及政府都對此加以限制，令小股東未能有效監察上市公司的行為表現。有些國家（如德國）甚至收緊股權披露規則（由百分之五改為百分之三），以令投資者較難作出對抗，並把資金移至另一市場進行投資。因此上述國家政府和公司應引以為鑑。

何順文 浸會大學工商管理學院院長兼教授
李元莎 浸會大學工商管理學院博士研究生