

2007年10月10日

機構投資者在日本的硬仗及啟示

企業 管治



日本的上市公司有一個奇現象，就是不少公司在同一日舉行股東周年大會，此舉背後可以有很多原因，不想機構投資者到場投票該是其中一個。這就當然惹起了一批機構投資者及代表小股東的投票代理人 (Voting Agent)，幫他們要在一天之內跑到不同地方投票，當中亦可能因趕不及出席而錯失投票及詢問機會。

這現象源於日本的傳統，好幾上市公司高層坐擁著集團的大量現金儲備，在收購合併不太活躍的市場中，他們不用擔心因公司成為收購對象而失業，亦因為公司有大量現金，他們亦不著眼機構投資者的資金，所以對機構投資者的態度較愛理不理。

但近年情況開始有轉變。首先，由外國而來的收購合併文化滲入，有變現金的公司容易成為收購對象，高層亦因此而面對隨時來去的危險。其次，日本經濟於十七年前開始一直下滑，很多銀行及傳統公司被投資賣產，隨此公司之間的「管理層友好，互相控股」文化逐漸瓦解。再加上股市表現差，管理層大金的退休基金公司向上市公司施壓，為要增加回報，管理層被迫要運用手上的現金作投資，生擴大量現金的風光日子不再。

反對損害股東的建議

此外，新一代投資者對上市公司的忠誠度下降，交出功課的都會被捨棄，種種因素加起來，令日本上市公司不能再視機構投資者的聲音。而一眾機構投資者當中，為首的是 Pension Fund Association (PFA) 及 Overseas Fund Association for Local Government Officers (OFLGO) 等退休基金聯盟；再加上一向積極參與股東會投票的大型人壽保險公司，信託銀行及投資公司，成為一股新勢力。

第一個戰場是收購，公司被收購對管理層來說多屬應酬消息，但對股東來說卻多是好消息，因為在正常情況下，買家要令公司股東出手股份，便須出高於市價的收購價。所以在收購建議上，股東與管理層很多時是對立的。管理層千億美元元的 PFA，截至二〇〇六年六月，分別擁有八百二十九間東京的上市公司股票，當中有一百七十一間的管理層提出訂立與「對抗收購」有關的建議（「毒箭

poison pill」是經常聽聞的武器，即為避免被人收購而採取的各種務手段；另外曾採用的一招是大量提高管理層可動用的資金），讓 PFA 投票反對通過的有十一份；而他們於二〇〇五年時的投票反對率更高達百分之九十。此外，PFA 及 PFA 於去年年初更公開表示會投票反對所有與



有傳統機構投資者TCI不滿領匯回報慢，故領匯董事局主席及部分董事局成員相繼受壓請辭。

於日本請求審判的文化中，令他們的強硬形象非常鮮明。

堅持辭退不稱職董事

第二個戰場是辭退不稱職董事。根據日本的《公司法》，過半數股東同意便可把董事辭退。但有大量上市公司的管理層將少數股東的《公司法》時代的百分之六十七，當然，PFA 亦多數反對辭退。

日本新《公司法》帶來的另一個轉變是公司派息次數，這是第三個戰場。以往每年最多派兩派股息，現在公司有自行選擇權。同時，新法例指出，在非同業下，公司可修改內部規程，讓董事自行做無息決定而不需股東同意。PFA 及 PFA 大力表示反對，因為此舉董事權力過大。

以上雖然不算什麼驚天動地的行動，但因為機構投資者的積極參與及關注，令日本很多小股東免受管理層賤肉及割刺；亦因為他們的強硬態度導致媒體報導，令小股東更願意到作為股東的權利與義務。但與其他發達國家比較，日本的公司管治水平，仍處一落千丈。機構投資者近年所爭取的，都是提高董事局獨立性及公司科技投資等基本要素。這樣公司管治改革，勢將邁出。

應適當運用投票權

此事上，值得我們注意的有幾件事。第一是見識到機構投資者的力量。近年香港較著名的例子是入股領匯，成為第二大股東的 TCI (The Children's Investment Fund) (有稱「童軍」) 入股德意志志願者的部分股權買賣 (TCI 擁有)。自從領匯入股後，有傳 TCI 不滿領匯回報慢，故請德意志董事局主席及部分董事局成員相繼受壓請辭。

而 TCI 的創辦人是 Peter Brabeck-Letford 亦曾於二〇〇四至二〇〇五年間，以持有德國交易所百分之八股權的第二大股東身份，令德交所收購倫敦交易所的計劃告吹。當時于三號召集其他基金股東，以德交所出價大為理由而反對收購建議；而後公開向交易所的友及善行動將書信交易所利益的德交所行政總裁 Steve Smith，最終亦是請辭下台，令德國證券市場連連震撼更因此而顛倒各國採取一致提高監管對沖基金。第二是因此事而被稱為「大鐵錘」，寓意他堅韌不摧。

第三是世上沒有所謂完美的法制，因為先前的定義會隨時日及市場參與者不同身份，看事物的角度而轉變。所以投資者不應單靠法律去保護自己，只有投資者本身願意為自己的投資負責，思想管理層所提出的議案是否為股東着想，然後運用自己手上的投票權（而不是消極地用腳投票）。

才能讓公司管理層因為股東利益退步。

但另一方面，部分機構投資者變成大股東後，可能會變成功利，為了短期回報而強迫管理層從事一些犧牲公司長遠利益的活動，甚至企業大票利問題。因此如何監管機構投資者大股東的行為，亦是企業管治的焦點問題之一。

何顯文 愛德華學工商管理學院院長兼教授
高衍璜 浸會大學工商管理學院博士班研究生