



金融化與世襲化的資本主義需要迫切改革以拯救其正當性與可持續性。對它的未來改革，筆者仍是樂觀正面的，因它有一套「自我調整機制」。但單靠政府的公權力量並不能做到，商界、學界和民間組織如能及早作出醒覺及價值觀改變，相信我們仍可以創造另一個可持續的「綠色資本主義」。

封面圖片：佛利民主張的「股東理論」(Shareholder Theory)，封面圖片：地鐵的加價舉動一直受到爭議，管理層表示為了股東利益，不能不加。作者卻對「為股東賺到盡」的觀念感質疑。(亞新社)

在今年 5 月港鐵股東會上，有小股東要求港鐵在年年賺大錢下減票價，以減低高昂車資對升斗市民的負擔。雖然地鐵近乎壟斷地位加上有地產項目作後盾，董事會主席當時卻回應若減價或不加價，港鐵盈利減少，股息亦隨之下降，因此未能照顧好股東利益。主席亦指港鐵要擺平所有持份者的工作並不容易。這種看法是最普遍典型的所謂「為股東賺到盡」，也假設了股東的利益必然超越顧客和大眾的利益，甚至忘卻地鐵最大股東是政府本身及有所謂「負責任投資者」的存在。

加上其他一些龍頭企業近年的一些唯利是圖行為，令人憂慮回歸後香港商界、政府與社會之間的信任是否惡化。近年來，歐美商界及商學院流行一些概念、行為或運動，以嘗試逆轉上述的趨勢，希望改革大家對商界的負面形象。這包括企業可持續性、三重底線、ESG 報告、企業社會責任

作家



何順文

美國西雅圖華盛頓大學工商管理學士、英國倫敦經濟政治學院資訊系統學碩士、英國百蘭福特大學會計與財務學哲學博士。曾獲頒英聯邦學人 (Commonwealth Scholar) 銜。2009至2014年擔任澳門大學副校長(學術)。2004至2009年任香港浸會大學工商管理學院院長兼公司管治與金融政策研究中心主任。1995至2002年任香港中文大學會計學院院長。1998至2004年擔任香港中文大學公司管治與會計披露研究中心主任。現為 Asian Journal of Business Ethics (《亞洲商業倫理學報》) 編輯、Journal of Business Ethics、Advances in Business Ethics Research 及南開大學公司治理學術文庫編委。公共服務方面，現任香港企業管治論壇主席、中國高等教育學會理事、香港玉山科技協會理事以及多個國際團體的顧問、澳洲維多利亞大學策略經濟研究中心高級研究員及香港學者協會香港學者計劃學術委員會委員。2014年3月出任恒生管理學院院長。

(CSR)、負責任管理、覺識資本主義、創造共享價值 (CSV)、社會企業及 B 型企業等等。大多這些運動就是認為企業不單要創造利潤，亦要同時解決一些急切的社會或環境問題。

但筆者懷疑究竟有多少企管人員真正了解上述不同概念的內涵、根本假設及局限，並相信其中仍有不少誤解。例如企業從事公益性 CSR 及 CSV 活動前是否已做到守法合德和照顧好員工與顧客？如果不能明白自由經濟市場內「公司」的本質、目的和責任，心中只知股東利益至上，又或未能真正採納「持份者理論」，那麼不論企業投入了多少資源於這些 CSR 或 CSV 項目上，相信仍未能改善自由市場的很多根本問題，或只會是事倍功半。

本系列文章旨在剖析「為股東賺到盡」或「股東價值最大化」觀念的謬誤，及其如何妨礙企業達致其真正目的與責任。筆者亦會指出上述一些如 CSR、CSV、社企和 B 型企業等概念的局限，及解釋為何企業要真正返回「持份者為本」的模式。最後筆者提出一些改革的具體行動建議。

資本主義的困局與拯救

或許首先我們回顧資本主義或自由市場面對的危機和成因。資本主義制度（或稱自由市場經濟制度）是西方文明主要支柱之一，經過幾百年的輝煌發展，現今已面臨種種變異與困境，百病叢生。特別是經過兩次的環球金融風暴及眾多上市企業高層失德事件，漸由興盛走向衰落，須以創新思維和革新價值作拯救。

資本主義自由市場，原是基於「利潤動機」、「自由價格機制」、「無形的手」與參予者誠實互信等假設，以其充分發揮個人的自由意志與工作積極性，使市場達到均衡有效率狀態，達致共贏。

20 世紀以來，全球化與科技發展迅速加上個人主義泛濫，資本主義逐漸只顧追逐短期利潤。不少上市企業高層變得自私自利，甚至損害別人（如員工、顧客和環境）的利益以追求股東利潤或價值最大化（maximizing shareholders value, MSV）。大財團可憑資金、知識、科技、政商關係甚至「暴力」求壟斷資源和操縱市場。但政府（特別是香港）對這些「破壞市場」的行為往往沒有積極有效的干預和監管。

工業大量生產，耗用了愈來愈多的自然資源，也造成今天很多不負責任的消費行為和對自然環境的嚴重破壞。不少企業往往在生產、銷售與運送的過程中製造大量社會成本或負外部性（negative externalities）。政府公權力及市場力量往往未能在這些財團未壯大前加以限制和監管其生產營運方式。

另外，近年出現金融化資本主義，金融市場已漸變成「錢博錢」的零和賭博遊戲，很多主理的跨國投資銀行與對沖基金都認為貪婪是合法的。上市企業高層重視虛擬「期望市場」與公司股價最大化，以追求個人股份期權回報，漸輕視真實產品市場和顧客需要。

缺乏有效的政策監管及個人自覺自律，自由市場體制已經變質和呈現下坡。以上種種市場演變已造成財富的兩極化和世襲化，及大企業與大眾的一些對立面。Thomas Piketty 在《二十一世紀

資本論》提出，當資本收益率大於經濟增長率，加上香港沒有資產升值稅及股息稅，財富就會愈來愈集中，收入愈來愈不平均（特別經過複式效應）。除造成宏觀經濟和股市不斷波動，也衍生嚴重的貧富懸殊（香港堅尼系數已升至 5.4）和社會分裂沖突。

在 2008 年環球金融危機後，政府金融管制未能有效運作。大多國家的人民對其政府在推動改革的不信任跟對企業的差不多（見 2012 年 Edelman Trust Barometer 的調查）。在無止境的量化寬鬆下，美國金融把後遺症外輸，誘發其他國家央行跟隨，製造了另一個環球金融泡沫及爆破危機。

在香港由於企業利得稅偏低和取消遺產稅，加上政府提供大眾的社會保障水平遠遠不足，回歸後香港似乎變成一個更照顧富人的社會，大部份打工仔上升流動極緩慢，也未能借錢買樓或投資，深層次矛盾仍揮之不散。

企業的本質與假設

金融化與世襲化的資本主義需要迫切改革以拯救其正當性與可持續性。對它的未來改革，筆者仍是樂觀正面的，因它有一套「自我調整機制」。但單靠政府的公權力量並不能做到，商界、學界和民間組織如能及早作出醒覺及價值觀改變，相信我們仍可以創造另一個可持續的「綠色資本主義」。

在過去十多年，世界多國的大企業已出現了一些反思，甚至亦探索求變的行動。不少專家學者近年已認同導致上述亂象的出現，根由之一就是我們一直抱持着一個根深蒂固而錯誤的理論觀念：「企業的目的就是股東價值最大化（MSV）」。因此我們要作出根本的醒覺，重新了解和界定企業的本質、目的和責任。

註冊有限公司（Corporation, 簡稱公司或企業）已有 2,000 年的歷史，起初在西歐只有公用事業組織（如供水及興建運河）可獲此法人註冊資格，並有一定年期和規模的限制，負無限債務責任，也不可擁有其他公司股份。它們有一定的社會契約以履行公益責任。但隨着時代的演變，現今公司擁有下列一些特權：法人地位、無限壽命、有限債務責任、及可以擁有其他公司的股份。但這些企業亦漸演變成股東盈利主導的賺錢機器。在有了上市制度後，很多企業高層更以小股東利益為藉口而「賺到盡」。

如果我們根據公司的最原始概念，企業是社會的一個重要組成機關（social institution），要遵從一些社會契約，除守法賺錢外，還要照顧不同持份者的利益。只有這樣，我們才可以構建企業、政府與社會之間的互信共贏關係。但到了近半世紀，這個觀念已被顛覆，公司似乎只屬於股東，其他人的利益都可以被忽略。