

企管



股東理論：「賺到盡」的謬誤與後果

何順文 | 純慧集 | 2016年10月13日

過份或濫用的高管股票期權薪酬計劃令到管理層過份冒險以爭取短期股價上升，也導致過高不合理的薪酬（在美國2012年一個 CEO 的薪酬可以是一個普通員工的 350 倍）。在 MSV 的理念下，企業傾向高借貸、高股息及頻密回購股份的政策，但減少產品創新研發的投資和低層員工的薪津。

封面圖片：佛利民主張的「股東理論」

(Shareholder Theory)，反對企業高層利用股東的錢來從事公益性或提升社會公義的額外 CSR 活動，認為這都是個人、政府或非政府組織的職責。(Pixabay)

在學術界，對公司的真正目的之爭論已有一段時間。在 1930 年代初，已有兩大學派的經典爭論。哥倫比亞大學的 Adolf Berle 聲稱公司只為了股東利益而存在，而哈佛的 Merrick Dodd 則堅持公司同時有牟利和社會公益的功能。

佛利民主張的「股東理論」

芝加哥自由經濟學派的佛利民 (Milton Friedman)，在上世紀 70 年代鼓吹企業合法公平地為股東賺最多的錢已為社會作出了貢獻（如納稅、創造就業、供應顧客所需產品服務、協助供應商賺取利潤）。他認為企業的基本責任只有一個，就是利潤或股東價值最大化，然後將利潤回饋給股東，讓股東自由支配這些回報。

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 年任香港滙豐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江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。

佛利民主張的「股東理論」(Shareholder Theory)，反對企業高層利用股東的錢來從事公益性或提升社會公義的額外 CSR 活動，認為這都是個人、政府或非政府組織的職責。他不同意作為股東代理人的管理人員分心兼顧社會公益，因為這樣會造成股東、顧客和員工的經濟損失。

導致金融危機主因之一

股東理論與股東價值最大化 (MVS) 是假設市場分配資源非常有效率及具有自由公平競爭，但這明顯不存在現今複雜甚至已被操控或扭曲的商業環境，不完美市場或市場失效到處可見。況且，合法合情賺錢仍會損害某些社會利益，產生所謂負「外部性」成本或社會耗損 (如環境污染或失業)，令社會及環境可持續發展受阻。

自 20 世紀中，商界及商學院視股東至上 (shareholder primacy) 和追求 MSV 的概念甚為普遍。很多董事及 CEO 以為自己只是股東的代理人，有責任透過股東價值最大化來達致企業成功。對這個教條的迷信就是導致過去十多年的兩次重大金融危機及多個企業醜聞的主因之一。

構成對 MSV 的迷信，主要是傳統上很多人對一些理念或假設的誤解：

(1) 以為股東有向上市公司提供股本資金，但事實上大多小股東 (包括機構投資者) 只是在二手股市買入股份，並作短線投機。

(2) 以為法律上股東擁有上市公司盈利或資產，但實質這些股東只擁有公司股份所連帶的一些權利如股息分享權、選任董事權及其他一些股東大會投票權。當公司運作正常時，股東並非唯一剩餘索償人。

(3) 以為法律上股東全權享有公司盈利，但實質只有董事會才能決議盈利的分派或保留作再投資、加員工薪金或作產品研究等。

(4) 以為法律上董事及管理高層為股東的代理人 (agent)，只向股東負上受信責任 (fiduciary duties)，並有法律責任令股東價值最大化。但事實上這只是一個習慣觀念或社會規範而非法規。近年北美法庭個案已清楚說明董事及高層必須向不同持份者負受信責任。

明顯地，很多這些根深柢固的假設或理念只是謬誤，並沒有現代法律上，經濟理論上或學術實証研究上的支持。一直以來，很多市場的公司法已給予股東一些特權保障，例如股東可隨時變賣其股份，但其他持份者並不能隨時及容易地終斷其與公司的關係。換句話說，公司董事及高層沒有法律責任只向股東負責或將股東利益最大化。

「賺到盡」的不幸後果

MSV 的不幸後果，就是導致很多企業高層過份專注於虛擬的股市而輕視真實的產品市場。過份或濫用的高管股票期權薪酬計劃令到管理層過份冒險以爭取短期股價上升，也導致過高不合理的薪酬（在美國 2012 年一個 CEO 的薪酬可以是一個普通員工的 350 倍）。在 MSV 的理念下，企業傾向高借貸、高股息及頻密回購股份的政策，但減少產品創新研發的投資和低層員工的薪津。

《經濟學人》有證據顯示雙倍的回購股份支出令企業的研發支出減少約 8%。MVS 也令機構投資者對 S&P500 公司的持股期由 60 年代的平均八年減至現今的四個月，而企業的平均壽命由 50 年代的約 55 年減至現今的 15 年。實証研究結果也顯示企業着重 MSV 導致很多短線投機行為，對股東的長遠回報反而有負面影響，也嚴重導致宏觀經濟和金融市場的大幅波動。