

# 從股東至上到持份者模式：新思維與實際措施

在過去幾十年，很多企業高層只顧單一地追求短期利潤和股東價值最大化，犧牲了非股東持份者的利益。

專欄：純慧集 作者：何順文 日期：2017-06-08



如果企業只專注於股東利益、不着重持份者的看法，即使大幅投入資源於CSR或CSV，其效果可能很有限。  
(Peakpx)

在過去幾十年，很多企業高層只顧單一地追求短期利潤和股東價值最大化（Maximizing Shareholders' Values，簡稱MSV），犧牲了非股東持份者（如員工、顧客、公眾及環境）的利益，是導致今天許多資本主義問題的原因。這些行為已導致市場不穩定、收入差距擴大、以及企業與公眾之間的更多衝突。

MSV 信念的一個錯誤假設是董事及管理高層在法律上只是股東的代理人，只向股東負上授信責任確保股東價值最大化。但事實上這只是一個習慣觀念或市場常規而非法規。近年北美一些新的州立法及法庭個案已清楚說明董事及高層必須向所有不同持份者負授信責任。

為了維持資本主義的正當性及可持續性，過去十多年歐美各國出現了一些反思、探索和運動，積極將「股東至上」模式轉變為「持份者為本」管治模式。大眾愈來愈相信企業高層不應只專注於股東利益，亦應平衡不同持份者的利益。

## MSV 的謬誤和後果

股東至上和股東價值最大化均假設市場非常有效率，並在自由和公平競爭的狀態下運作。不幸地，在今天複雜和被扭曲的商業環境中，情況並非如此，不完全市場與市場失效乃司空見慣。即使守法合德地賺錢也可能損害某些社會利益，產生社會成本，如環境污染和失業。

自 20 世紀中，視股東至上和追求 MSV 的概念在商界頗為普遍，並在商學院內廣泛傳授。一些長期存在的誤解導致了 MSV 被廣泛依從，包括認為法律上董事及管理高層，只向股東負上授信責任。事實上，很多經濟體的公司法已給予股東一些特權，包括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他們與公司的關係。

MSV 謬誤的其中一個不幸後果，就是導致很多企業高層只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（例如在美國 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，企業傾向實行高借貸、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。

《經濟學人》有證據顯示近年的雙倍回購股份支出令企業的研發支出減少約 8%。此外，MVS 也令機構投資者對 S&P500 公司的持股期由 60 年代的平均八年跌至現今的四個月，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單一着重 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不穩和金融市場的大幅波動。

### 社會契約與平衡利益

註冊有限公司（corporations or companies）已有二千年的歷史，起初在西歐只有公用事業組織（如供水或興建運河）可獲此法人註冊資格，其營運有一定年期和規模的限制。它們是社會的一個重要組成機關（social institution），要遵從一些社會契約（social contracting），除守法賺錢外，還要照顧不同持份者的利益。

相比之下，現今企業擁有一些以前沒有的特權。這包括無限壽命、有限責任及可以擁有其他公司股份的權利。不幸地，這些企業逐漸演變成股東盈利主導的賺錢機器。只有透過回到公司的最原始概念，我們才可以構建企業、政府與社會之間的互信共贏關係。

因此，社會上不斷有爭議應重回昔日曾採用的企業理論，即社會契約論與持份者理論。大眾愈來愈相信企業高層不應只專注透過利潤最大化來保障股東利益，亦應平衡各持份者的利益以賺取合理和可持續利潤（而不是「賺到盡」）。持份者理論認為企業作重大決策時應諮詢非股東持份者的意見。

費里曼（R. Edward Freeman）是最早推動持份者理論的其中之一人。他界定「持份者」為所有與企業有相互關係並對企業成敗有重要影響的人。他的模式包括六類持份者：股東、高層、員工、顧客、供應商及社區（包括環保）。他們對企業管理層的決策有參與權，並且期望不會只被視為賺錢工具或手段。

費里曼根據持份者理論創立「公平合約學說」（Doctrine of Fair Contract），以公平有效地處理不同持份者團體之間的潛在利益衝突。所有參與制訂政策或協議的單位，須在達成協議前不能預計到商議的結果，及對自己及他人有何影響。這可確保所有參與者受到公平對待。

持份者理論雖有嚴謹的論據及實務上的可行性，但它仍有一些限制。例如界定誰是有關切的持份者有一定困難，也不容易釐訂那些持份者的利益應享有優先考慮。因此學界還須繼續設立一些更切實可行的框架與方法以落實持份者理論的精神。

### 倡議社會契約與持份者為本管治

在過去十年，一些企業從事公益性企業社會責任（Corporate Social Responsibility，簡稱 CSR）及創造共享價值（Creating Shared Value，簡稱 CSV）活動，兩者都旨在改善大眾對

商界的印象及增加公共價值。然而，如果企業只專注於股東利益、不着重持份者的看法，即使大幅投入資源於 CSR 或 CSV，其效果可能很有限，因很多當前問題的根本原因仍然存在。

總括來說，我們需要結束以股東利益為上的市場慣例，並創造一個新的社會規範。為此，筆者倡導一個新的以持份者為本的管治模式，其中包括至少以下實際措施：

透過修訂相關法規，確保企業將董事及管理高層的法定受信責任擴展至其他主要持份者，以容許非股東持份者有法律權利以集體訴訟挑戰董事會決定。

改革董事會的組成，將至少一個席位撥給員工代表，再逐步納入其他非股東持份者代表。

設立一個持份者諮詢議會（Stakeholder Advisory Council），由不同持份者代表組成，共同商議企業的未來發展方向和對重大決策作諮詢。

改革管理層薪酬獎賞制度，建議將獎賞機制與公司產品市場表現、及非股東持份者與其他非財務表現指標的評價（而非只是股價）作掛鉤，並逐漸取消發行高層股份期權獎賞計劃。

給予普通員工合理的薪酬，公司高層可承諾將每年的純利，如不少於百分之 30 作為中下層員工花紅獎賞，因此將最高層與低層員工的薪酬差距盡量縮小至一個較合理水平。企業亦應給予前線低層員工更合理的待遇（包括提升最低工資），及優化員工的退休福利。

建議企業高層在任何一個時間推行至少一個與核心業務相關的大型社會創新計劃，以幫助解決某些急切社會問題及提高企業利潤。這些創新計劃可以由企業單獨進行，或聯同其他持份者及 / 或界別，包括其他企業、NGOs 社企及共益企業（benefit corporations）。

### 企業追求共贏的價值改變

重回社會契約與持份者為本模式需要一個轉化過程，企業採取踏實的措施就是第一步。此過程有賴地區內有遠見智慧的商界領袖與商學院學者作出先行者的角色，率先帶領整個運動的推進。這個目標可以透過教育大學生有關社會契約概念及不同持份者的參與角色來實現。

要培養 21 世紀負責任的商界領袖及恢復自由市場的核心價值，我們必須重新確定企業的目的和責任。只有這樣，我們才可看到自由市場與大學管理教育的未來。

（刊登於 *Momentum*，獲作者授權發表。）



何順文

美國西雅圖華盛頓大學工商管理學學士、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。