

Hong Kong Economic Journal Monthly

P100-102 | [企業倫理](#) | [By 何順文](#) | 2016-09-01

企業「為股東賺到盡」是謬誤

「持份者理論」(Stakeholder Theory)，就是相信企業高層應不只透過利潤最大化向股東負責，更要向其他主要的持份者負責，平衡各持份者的利益以賺取合理利潤和可持續的長遠價值，而不是「賺到盡」。根據費里曼(R. Edward Freeman)的模式，企業有六類持份者：股東、高層、員工、顧客、供應商及社區(包括環保)，他們都對企業重大決策有參與權。

資本主義自由市場，原是基於「看不見的手」的假設和參與者的誠實互信，充分發揮個人的自由意志和工作積極性，使市場達到均衡高效狀態，取得共贏。不過，20世紀以來，由於全球化、科技發展迅速，以及個人主義泛濫，資本主義逐漸只顧追逐短期利潤。富商可憑資金、知識、科技、政商關係甚至「暴力」壟斷資源和市場；工業大量生產，造成對自然環境的嚴重破壞；金融市場已變成「錢博錢」的零和金錢賭博遊戲。

不少專家學者認同，導致上述現象的一個根由就是我們一直抱持着一些根深柢固而錯誤的觀念：「企業的目的就是股東價值最大化(MSV)」。

商業環境扭曲 可持續發展受阻

在學術界，對公司目的之爭論已有一段時間。1930年代初，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。

芝加哥自由經濟學派的佛利民(Milton Friedman)，在上世紀七十年代鼓吹「股東理論」(Shareholder Theory)：企業合法公平地為股東賺最多的錢，這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)。企業的基本責任只有一個，就是利潤或股東價值最大化，將利潤回饋給股東，讓股東自由支配這些回報。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。

股東理論假設市場非常有效率及具有自由公平競爭，但這明顯不存在於現今複雜甚至已扭曲的商業環境。況且，合法合情賺錢仍會損害某些社會利益，產生所謂「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。

二十世紀中在商界及商學院，股東至上(shareholder primacy)和追求股東價值最大化(MSV)的概念甚為普遍。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：

一、以為股東有向公司提供股本資金，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。

二、以為法律上股東擁有上市公司盈利或資產，但實際上，這些股東主要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。

三、以為法律上股東全權享有公司盈利，但實際上，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。

四、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或社會規範而非法規。

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證研究上的支持。事實上，很多市場的公司法已給予股東（特別是小股東）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中斷其與公司的關係。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。

企業高層過分專注股市

MSV 的不幸後果，就是導致很多企業高層過分專注於虛幻的股市而輕視真實的產品市場。過分或濫用的高管股票期權薪酬計劃令到管理層過分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。

《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%。MSV 也令機構投資者對 S&P 500 公司的持股期由六十年代的平均 8 年減至現今的 4 個月，而企業的平均壽命由五十年代的約 55 年減至現今的 15 年。事實上，實證研究結果顯示着重 MSV 導致很多短線行為，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不穩定與波動。

「持份者理論」（Stakeholder Theory），就是相信企業高層應不只透過利潤最大化向股東負責，更要向其他主要的持份者負責，平衡各持份者的利益以賺取合理利潤和可持續的長遠價值，而不是「賺到盡」。理論上，非股東持份者也有途徑被諮詢或參與制定公司的重大決策。

費里曼（R. Edward Freeman）是最早推動持份者理論的管理學者之一。他認為界定誰是持份者可用較寬或較窄的方法。他採取後者，即只有與企業有互動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）。他們都對企業重大決策有參與權，並期望不會只被視為工具或手段。企業高層管理人員權責將企業管理得好，並小心平衡不同持份者的利益。

根據政治哲學學者羅爾斯（John Rawls）的正義理論與「無知面紗」（veil of ignorance）原則，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。此種合約方式又稱為「羅氏合約」（Rawlsian Contract），這又與費里曼的「公平合約學說」（Doctrine of Fair Contract）有共通之處。

無論如何，持份者理論雖有嚴謹的論據及實務上的可行性，但仍有一些限制和批評。例如在界定誰是有關係的持份者有一定困難和爭議，也不容易釐定哪些持份者的利益應享有優先考慮。因此學界還須繼續努力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。

目前大多企業所推行的 CSR（企業社會責任）政策或項目，大多為對外公益慈善性質，但很多企業高管仍追從「股東理論」或 MSV 教條，往往在守法合德和對待員工及顧客等持份者都未

有足夠重視，甚至有企業一邊薄待員工與顧客，另一邊卻廣做環保和公益慈善活動。在某角度來說，這是本末倒置的做法。

筆者首先鼓勵企業改革其董事會組成，重新思考董事的公共角色，將至少一個席位撥給員工代表，甚至逐步納入其他非股東持份者的代表。透過新法規政策，企業要將董事及高層管理的法定授信責任擴展至所有主要持份者，容許非股東持份者有法律權利在法庭挑戰董事會決定。

董事會應包括員工代表

另外，企業高層也可積極考慮設立一個持份者諮詢議會（Stakeholder Advisory Council），將不同持份者代表放在同一會議桌上共同商議公司的未來發展方向和對重大決策作諮詢。

在管理層薪酬獎賞制度上，筆者建議將獎賞機制更多與公司產品市場表現、非股東持份者的評價（而非只是股價），及其他非財務表現指標作掛鉤，並逐漸取消發行高層股份期權獎賞計劃。在普通員工薪酬上，筆者建議公司高層可承諾將每年純利的如不少於 30% 作為中下層員工花紅獎賞，並將高層與低層員工的薪酬差距盡量不超過十倍。

筆者也建議企業高層在任何時間應主動推行至少一個大型與基於自己核心業務的社會創新計劃，以幫助解決社會一些急切問題及強化公民社會基礎，並利用這些創新項目為企業收入開設新的業務增長點。這些創新計劃可以由企業單獨進行，也可以聯同其他機構一起進行，以創造最大的社會效益。如能進一步將社會投資回報（social return on investment）納入為效益指標，將使企業更重視投資效益，也能吸引更多相信持份者理論的投資者。（文章只代表筆者個人意見。篇幅所限，原文有刪減。）

何順文 恒生管理學院校長