

民粹主義將迫使企業經營朝向更好的發展

民粹主義運動將迫使企業重新思考它們未來 10 年的發展方向。為了使改變更有意義，利害關係人將必須在更強而有力的董事會指導下共同努力。雖然要達成跳躍性進展的機會不大，但當前從研究單純的財務指標，轉化成更全面且永續的方式，才能有足夠的動能使股東價值極大化。

方向的改變

上市公司主要是以營利為目的。所有資本主義都植基在此前提下，否則西方經濟體系無法運作。但這並不完善，近 10 年來的討論集中在企業適當的自由度、政府干預的程度以及國家主導的重分配。

在未來 10 年，這場關於資本主義制度的爭論將改變方向。不再是討論現代經濟結構，而是將重點轉向制度的核心角色：企業。

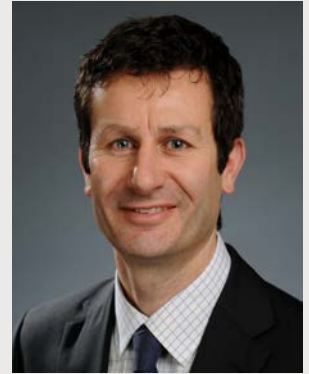
米爾頓·弗里德曼 (Milton Friedman) 曾在 1970 年大力提倡「企業唯一目的是營利」口號，僅歷經一個世紀而未能持續發展。接著開始成為「企業藉由社會所取得的租金(經濟)並不是免費」之概念；並且取而代之地迫使企業根據「社會契約」做出貢獻。這種打破弗里德曼 50 年來想法的盎格魯-薩克遜(Anglo-Saxon)共識--"新世界觀"，為資本主義提供了新的模式。

改革的種子已經種下。共產主義與資本主義之間冷戰的兩極世界已不復存在。蘇聯的解體最終導致了具有專制獨裁特徵的寡佔經濟，這一趨勢從土耳其或巴西近期的政治情勢發展得到了回應。新興的觀點出現，最顯著的例子是在中國，混合模型正在演變，需要更仔細的去探究。在西方也開始轉變，愈來愈少的人相信美國夢、歐洲整合或全球化是解決貧困問題的辦法。舊秩序消失了。

失望者之歌

儘管各區情況分歧，卻有一個共同的問題：被剝奪的公民權。他們渴望可以更容易的選擇他們所想要的與結果更符合個人努力之一個近乎公平與正義的世界。在全球各地，遠至菲律賓、俄羅斯、巴西、波蘭、英國、法國、義大利、奧地利、匈牙利和美國，這些選民轉向支持政客，因為他們承諾回歸昔日的輝煌或對工人階級的補償，這些政客是民族主義者的精神支柱。

民粹主義起源於對戰後秩序和所謂新自由主義者 -- "華盛頓共識" 的一種反抗，反自由貿易、開放邊界和全球化的概念，難民危機更是催化劑。未來的 10 年間，這種激勵民眾的臨時性反對浪潮或許會逐漸消失，無法取得任何具意義性的成就。但如果在經濟成長放緩，衝突持續，且全球暖化和海平面不斷上升的影響下，當新一代成年後，將更專注於公平和正義，歷史則很可能會往相反方



Nick Peters

富達歐洲平衡基金
(本基金之配息來源
可能為本金)經理人



Wen-Wen Lindroth
富達資深信用分析師



Grethe Schepers
富達多重資產
研究總監

向發展。民粹主義加劇的歧見，只會導致未來 10 年更加動盪與不穩定。

民粹主義的核心，是那些認為現行制度不合適的人追求更公平分配經濟上的利益。而且，由於企業是所有資本主義制度的引擎，因此重點轉向它們於社會中發揮的作用，包括在凝聚力及福利上的貢獻程度。

在某種程度上，提高工資反映了民粹主義的要求，卻因犧牲客戶和員工代價，而扭轉了超額價值流進股東口袋的比例不斷增長的現象。它們可能產生龐大影響：對大多數公司而言，工資是成本結構的主要部分。工資上漲為勞工帶來更高的報酬，卻壓低了企業的利潤空間，且對盈餘及現金流易受影響的債券價格產生壓力。

股東價值之變革

或許股東價值本身的概念就存在缺陷。

長期以來，股東價值極大化的目標被批評為過於狹隘，沒有充分考慮環境的影響，員工福利及社區健康。現在進行的討論更加廣泛，且趨勢正持續擴大。

股東價值評估太仰賴於財務報告，這正是主要爭論的焦點所在：一般的財務報告本身過於狹隘，無法解釋企業在與其他利益關係人互動時在社會中所扮演的角色。報告固然重要，但不足以確定企業對其他方面產生的影響是正面或負面。舉例來說，在大部分的情況下，天然資源的耗損速度比再生還快，但這並不會反映在任何公司的財務報表中。同樣地，無形資產對現今許多公司的競爭力占了舉足輕重的地位，將這些評價合理的納入財報中是有其必要性。

學術文獻包括大量關於永續企業經營之長期經濟利益的研究，以及重新定義它們所應承擔的社會義務¹。

即便是經常被用來捍衛企業行為的現代經濟學之父—亞當·史密斯(Adam Smith)本人，也可能不認同企業只重視利潤率²。

史密斯解釋了市場那雙看不見的手，如何將追求自身利益轉化為公共利益。他並不認為追求自我利益等同於自私或貪婪，因此在戈登蓋科(Gordon Gekko)的著名演講³中被大肆諷刺。史密斯關注透過貿易謀生的工匠和小農。他的世界常是一個君主制的政府，為了保護富人免受窮人侵害而建立，而商人則“欺騙甚至壓榨民眾”，他們的尋租稅(rent-seeking taxes)、補貼及壟斷限制了市場經濟的有效率競爭。

許多商學院也在檢視企業營運的目標，並舉行了股東價值的相關活動。位於巴黎，一間世界頂尖的商學院--歐洲工商管理學院 (INSEAD)，2018 年推出了向善的力量“A force for good”募款活動，旨在 2023 年前籌資 2.5 億歐元，用於“讓商業成為世界上最好的力量”(advance business as a force for good)，並成立新的研究機構，專注於“如何更佳地與社會目標保持一致，且為更廣大的利益服務貢獻”。

英國牛津大學賽德商學院管理學教授柯林•梅爾(Colin Mayer)認為，企業不應該總是尋求最大化股價，因為主要目的並不是為了實現利潤最大化。梅爾說：「利潤是企業的產品，而不是目的;企業之目的是提供使客戶及社區受益的商品與服務。他解釋說，這才是讓公司創造出好產品及獲利的過程，因此企業主及其董事會應該明確指出什麼是對公司營運有利的事。

英國另一位頂尖經濟學教授約翰•凱 (John Kay) 近 10 年來不斷提出相似論點，強調公司是一個社會而不僅是一個金融機構，且必然是一個合作企業。必須獲得其社會合法性，而不能只是主張。它也不應與更窄的 CSR (企業社會責任) 或 ESG (環境、社會、治理) 使命陳述相混淆⁴。然而，近年來卻看到太多未遵守社會契約的例子。高管薪酬增加缺乏正當理由，積極的避稅計劃和企業貪婪使得管理和權責之間產生了差距，導致許多人質疑資本主義的優點。因此，重新取得市場的信賴乃企業界的利益所在，否則會削弱了市場經濟的成功。

在美國，哈佛商學院工商管理教授馬爾科姆•薩爾特 (Malcolm Salter) 認為，股東價值極大化這樣教條式的信仰並沒有顧慮到公司社會責任，也是造成資本主義與公平之間產生斷層的主要原因，且失去民眾的支持。

薩爾特提出了一個更廣泛的觀點，強調交易環境中合作的倫理性，以及合作所帶來的效率與最適利益。重新定義公司目的應基於既定的公平和組織效率原則，這些互惠合作關係所產生之效用，一般而言，並非股東價值極大化的優先目標。他的工作包括分析這種行為如何在由股東價值最大化主導的環境中發揮作用，並指出應將此觀念傳承給商學院下一代領袖及在大盤中持有大量美國羅素 3000 指數和標準普爾歐元指數的機構投資者⁵。

更好的報導方式？

現實生活中持續關注此事。關於企業目標、股東價值和財務報告的新觀念不僅在學術界討論，甚至更迅速地成為爭論的主流。因此，企業行為開始發生變化，因為他們體會到新趨勢將迫使企業更加重視人類、社會和環境資本之持續性發展。這將是未來 10 年很重要的特色。

其中一個例子是默文•金 (Mervyn King) 提出的綜合報告提案，正如英國“金融時報”所強調的那樣。金，是現年 80 多歲的南非最高法院法官 (與前英格蘭銀行行長同名)，曾在多家上市公司董事會任職，擔任內線交易專責小組，並為南非財政部、聯合國和世界銀行提供諮詢。

在與數百家公司和金融專業人士商議後，金發展了一個企業報告架構，將所有資金來源 - 金融，製造，知識，人力，社會和自然資源 - 通通納入考慮範圍。雖然僅有南非和巴西，以及在中國與印度的監管機構的支持下使用強制綜合報告，但仍有令人振奮的消息，2017 年歐盟要求 6000 家大型上市公司採用該報告。全球亦約有 1600 家公司正在採用綜合報告，包括塔塔、聯合利華、雀巢與諾和諾德，金是發展綜合報告之先驅，早在 2004 年就將財務，社會和環境三環納入考慮⁶。

2018 年 3 月，國際會計師聯合會發布的研究表明，更高品質的綜合報告與更高的公司價值、最佳的流動性和預期未來現金流高度相關，且沒有證據顯示它

會提高資金成本。高質量的綜合報告與公司的投資效率正相關，更重要的是，

對於既有的報告來說，增加獨立的企業社會責任報告將使收益增高。

金以早期倡議為基礎提出了建議，如全球報告倡議組織 (GRI)，該倡議為公司的可持續發展報告制定了最佳實踐標準，幫助它們了解包括人權和貪汙在內的環境、社會和經濟影響。然而，這種可持續發展報告僅是財務報告的補充，而不是綜合報告，有時被認為是定性的而不是定量，或者以量取勝過品質，有時更變成公關活動。

企業永續的標準琳瑯滿目多達 230 種以上，對於全球報告倡議組織等報告準則制定機構來說幫助不大，但目前正在努力推動使不同報告規範更趨於一致，這將為未來十年的綜合報告提供新動力。舉例來說，全球最大的主權投資人--挪威主權財富基金 正減少對天然氣及石油的投資部位以減少隱藏的長期性風險，此舉並不令人意外。

註: 以上所提及之個股或公司，僅是作為說明或舉例之用

相關訊息參考來源

1. For a discussion of the findings on ESG investing, see our work on 'ESG investing: is it worth it?'. In 'We must review the purpose of the company', leading FT columnist Martin Wolf reviews several new books (including one by Colin Mayer) on the corporate pursuit of profit, and what needs to change.
2. Some economists argue that Smith's principles in fact call for a less monopolistic and more equitable, localised, and sustainable economy that does protect the interest of the public as opposed to the rent-seeking of individual groups. One of these is David Korten, a critic of corporate globalisation, who makes this case in his best-known publication "When Corporations Rule the World".
3. For an in-depth analysis of the context to Adam Smith's writing and the way it has at times been mis-appropriated, see Professor Gavin Kennedy's "An authentic account of Adam Smith". Professor Kennedy's blog "Adam Smith's lost legacy" relates this to individual instances, for example on the self interests of monopolists, protectionists and others not doing society any good, on the separation of ownership and management, and on not confusing self interest with selfishness.
4. "Even at the height of the shareholder value movement, there was concern for CSR, 'corporate social responsibility', now more often described as 'the ESG (environmental, social, governance) agenda'. But this approach falls far short of recognising the challenge which Drucker identified more than half a century ago – to understand the nature of the corporation as social organisation to define and legitimise its role in the communities in which it operates. Rather the CSR agenda attempts to answer the concerns of progressive individual who are not much interested in business – and certainly not interested in the mechanics of organising a large corporation and constructing productive corporate strategies. The result has been a proliferation of brochures printed on recycled paper and displaying pictures of smiling figures from ethnic minorities, accompanied by bland and substantially false clichés about making profits by doing good. This approach sidesteps the much more substantive issues of the proper role and function of the large business organisation in the global economy." (Professor John Kay in "The concept of the corporation".)
5. Malcolm S. Salter, James J. Hill Professor of Business Administration Emeritus at Harvard Business School and Faculty Associate at the Edmund J. Safra Center for Ethics at Harvard University, "Rehabilitating Corporate Purpose", 3 November 2018. (Draft paper not yet published). In the interest of full disclosure, Professor Salter is the father of Ned Salter, Head of Equity at Fidelity International.
6. More on the adoption of the integrated reporting framework here and here. Integrated reporting is the subject of much academic research, some of which is collated here. Novo Nordisk's approach is outlined her.

警語

「富達投信獨立經營管理」各基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險，基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責各基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。有關基金應負擔之費用(境外基金含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢。投資人索取公開說明書或投資人須知，可至富達投資服務網 <http://www.fidelity.com.tw>或境外基金資訊觀測站 <http://www.fundclear.com.tw>查詢，或請洽富達投信或銷售機構索取。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。投資人應注意投資必有因利率及匯率變動、市場走向、經濟及政治因素而產生之投資風險。當基金投資於外幣計算之證券，以台幣為基礎之投資人便承受匯率風險。富達並不針對個人狀況提供投資建議，投資人應審慎考量本身之投資風險，自行作投資判斷，並應就投資結果自負其責。投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。以上所提及之個債或公司，僅是作為說明或舉例之用途，並非推薦或投資建議。投資新興市場可能比投資已開發國家有較大的價格波動及流動性較低的風險。投資人應選擇適合自身風險承受度之投資標的。依金管會規定，境外基金投資大陸地區之有價證券以掛牌上市有價證券及銀行間債券市場為限，且投資前述有價證券總金額不得超過該基金淨資產價值之 20%，當該基金投資地區包含中國大陸及香港，基金淨值可能因為大陸地區之法令、政治或經濟環境改變而受不同程度之影響。本資料內容受智慧財產權保護，未經授權不得複製、修改、散發或引用。以上資料包含第三人準備或發行，富達投信提供此等資料僅供台端參考，投資人應自行判斷資料內容之正確性。內容所提及之公司或基金之投資並不應該被視為做買賣相同的建議，僅作為說明之用途。當基金投資於外幣計算之證券，以台幣為基礎之投資人便承受匯率風險。Fidelity 富達, Fidelity International, 與 Fidelity International 加上其 F 標章為 FIL Limited 之商標。FIL Limited 為富達國際有限公司。富達投信為 FIL Limited 在台投資 100%之子公司。富達證券投資信託股份有限公司 台北市信義區忠孝東路五段 68 號 11 樓 服務電話：0800-00-9911/SITE-MKT-EXMP 1906-297