

新世紀國際金融山雨欲來的思考

重點發展股票市場，藉以打通資本供應和資本需要經脈，從而將自己打造成國際金融中心，有效發揮着藉資本創造更多財富的「錢搵錢」功能，一直是發達國家的「必殺技」，更是各方力量的「兵家必爭之地」。然而，由於成熟高效的股票市場及金融制度極為複雜，易學難精，要真正建立起來更着實不容易。環顧現今世界，能夠達此目的，成功打造成為國際金融中心者，只是鳳毛麟角，美國、英國、日本、德國、法國和荷蘭，可說是屈指可數的少數例子，香港更可說是當中的「異數」。

股票市場的制度自十七世紀初在荷蘭誕生，之後向英國、美國、法國、德國及日本等經濟體散佈和延續發展以來，到了今天已進入第四個世紀，期間國際形勢無疑發生了天翻地覆的變化。至於那些像美、英、日、德、法、荷等經濟體，則由於能夠全面而充分地發揮出股票市場的功能，因而可以獲得源源不絕的強大資本作為發展經濟的後盾，令他們可以成為主導世界秩序的強者，並可長期在國際舞台上指點江山。

進入新千禧世紀的短短十多年間，國際政經與金融環境可謂山雨欲來，波譎雲詭，並發生了前所未見的巨大變化，先有美國的「9.11」恐怖襲擊，繼有日本的「3.11」巨大地震與嚴重核輻射事故，同時更有美國的「金融海嘯」與牽連極廣的歐洲國債危機。深入一點看，這些政經和金融事件，均發生在主導國際秩序的發達經

濟體身上，而與過往較多集中於發展中經濟體的情況明顯不同。

而令人有「三十年河東、三十年河西」感受的是，大中華地區在這段時期內，出現了令人艷羨的發展勢頭。一方面是中國大陸的經濟持續保持良好增長，另一方面則是港澳回歸，壯大了綜合國力，加上海峽兩岸關係漸趨緩和，甚至出現了由敵對走向合作、創造共贏的勢頭，大中華區似乎碰到了晚清重臣李鴻章所說的「三千年來未有之大變局」。

面對內外環境與時局的微妙轉變，大中華區應如何把握、發揮，實在極為關鍵。此點不但可考驗大中華區領導人的政治智慧和歷史視野，亦將折射兩岸四地人民的願望與追求。簡單而言，如果大中華區能夠把握這千載難逢的重大發展機遇，吸納英、美、法、德、日等經濟體重點發展股票市場及金融體制以支持壯大國力、改善民生的經驗，一方面相信可為中國大陸的經濟走過三十多年高速發展後注入產業升級轉型的強大動力，另一方面則可充分利用港澳回歸後「一國兩制」的獨特制度優勢，強化兩個特區在連結內外、溝通世界的地位，同時又可為台海兩岸進一步合作締造更有利條件。至於如何壯大大中華區的國際金融中心地位，並且從取長補短的合作中創造更大空間——尤其應考慮上海、台灣及香港的三個股票市場締結「海灣港」金融聯網，提升其在全球金融市場的競爭力 and 影響力，從而達至前文提及「一箭三雕」的巨大協同效益。「一箭三雕」的巨大協同效益，既為當前大中華地區的產業升級和經濟轉型注入更大動力，又可打通兩岸四地資本供應和需求之間過去一直未能融滙貫通的任督二脈，同時更可為大中華貨幣締結聯盟，為催

生大中華貨幣一體創造堅實基礎，令大中華貨幣日後可與美元、歐元鼎足而立，成為國際貨幣。

與此同時，若然「海灣港」金融聯網能夠有效建立起來，大中華區的其他金融發展範籌——例如債券市場、貨幣聯盟、人民幣國際化，乃至將香港打造成人民幣離岸中心等，均會獲得前所未見的重大突破，並可讓「一國兩制」特殊制度設計的巨大發展潛能得以發揮出來，為大中華地區、亞洲地區，乃至全球經濟及金融發展作出更大貢獻。

此書由構思、草擬書稿，以至成功出版，實乃各方好友在不同層面的鼓勵、支持和大力協助所致，在此讓我們向他們致以衷心謝忱。首先，我們要向《信報》前總編輯（現為副社長）陳景祥先生表示感謝。2010 至 2011 年間，我們曾先後在《信報》斷斷續續地發表了多篇分析香港經濟及金融形勢的文章，引起不少讀者回應。後來在偶然機會與陳先生提及我們對香港金融發展的一些較為系統和理論的看法，他聽後表示很有興趣，並鼓勵我們應暢所欲言地整套想法寫出來，然後交由《信報》連載。就這樣的一言九鼎，我們一口氣寫了 32 篇（每篇約 2,000 字）文章，並一篇不漏地獲得採納，在《信報》連載。而此書的內容，則是建立在那 32 篇文章的基礎上。

同樣必須表示衷心謝忱的，還有「股票市場與華人家族企業：海灣港之比較合作研究」項目的一眾成員，包括黃紹倫教授、高承恕教授、陳介玄教授、李新春教授、馮邦彥教授、張志楷博士和何

彩滿博士，他們在不同時間與不同層面上給予我們很大的支持和寶貴意見，令我們在本書中的分析更為全面，且更為尖銳清晰。我們同時希望，這個研究項目能夠持續不斷地做下去，為兩岸四地華人家族企業與股票市場的探索帶來更多研究成果。

除此之外，我們還要向我們的前研究助理陳藝彬先生，以及現任研究助理張詠思小姐、張晶小姐、呂文淵小姐及陳慶晃先生等表示衷心謝忱，為了搜集資料，他們曾在不同層面上作出了很大的努力，令本書的內容更充實，分析更完整。

當然，我們更要向蔣經國基金（Ref. No.: RG012-P-10）及吳文政王月娥伉儷教育基金的支援鳴謝，沒有他們提供的財政資助，我們是沒可能有充足資源展開此項研究的。

雖然得到各方好友和機構的大力幫助，我們仍因沒法完全掌握內外政經和金融環境的急速轉變，令研究和分析出現一些糠粃遺錯，對於某些疑而未決、模糊不清的地方，我們雖然努力求證，但仍沒法做到完美無瑕，這是我們不想看見但卻很難避免的事情，在此我們希望讀者有以教我，指正批評，讓我們往後的研究可以做得更紮實、更豐富。如對本書有任何意見，請致函：新界沙田香港中文大學香港亞太研究所，或電郵：vzheng@cuhk.edu.hk，直接與我們聯絡。

鄭宏泰 陸觀豪

前言 新世紀國際金融山雨欲來的思考

第一章 現代資本主義與世界

引言 / 2

強國富民的努力與挫折 / 3

現代資本主義與股票市場 / 9

現代資本主義與中國 / 17

新世紀大中華金融格局 / 24

結語 / 31

第二章 世界金融發展歷程

引言 / 34

荷蘭劃時代創舉 / 35

英國照辦煮碗 / 37

美國脫胎換骨 / 42

法國及德國迎頭趕上 / 44

日本脫亞入歐 / 48

結語 / 51

第三章 香港金融發展歷程

引言 / 54

播下重商主義種籽 / 55

邁出現代金融腳步 / 60

發展中的考驗 / 62

先抑後揚中成長 / 65

奠下金融中心地位 / 67

香港經驗總結 / 70

結語 / 74

第四章 兩岸經濟金融的互動互補

引言 / 78

台港同步工業化 / 79

股票市場各有發展 / 83

台企外移的現象背後 / 87

台股市潛能未顯 / 93

兩岸四地形勢待變 / 99

結語 / 101

第五章 中華一體格局的蓄勢待發

引言 / 104

香港國際金融中心的啟示 / 104

紅籌國企進入香港 / 108

紅籌國企走向世界 / 112

新世紀大中華的金融變局 / 117

結語 / 120

第六章 理順中華股市的經緯

引言 / 122

如何打造「海灣港」網絡 / 123

股票市場聯網 / 125

債券市場聯網 / 130

擁抱民營企業 / 133

結語 / 137

第七章

打通兩岸貨幣的脈絡

引言 / 140

如何締結大中華貨幣 / 141

歐元發展歷程 / 144

歐元的啟示 / 149

催生大中華貨幣 / 152

壯大香港人民幣離岸中心 / 154

結語 / 159

第八章

締結中華金融聯網的思考

引言 / 162

港元歷史回顧 / 163

聯滙的現況與困局 / 170

港元的「三角關係」/ 173

理順港元的對策 / 177

讓「海灣港」創造歷史 / 180

總 結

新世紀大變局的識變、應變與求變

參考資料

第一章

現代資本主義與世界

引言

美國商業財經雜誌《財星》（*The Fortune*）不久前公佈了「全球 500 最強企業」（Global 500: The world’s largest corporations，簡稱「500 強」）的名單，但吸引傳媒爭先報道轉載的，不是美資零售巨無霸再次力壓荷蘭能源巨擘的鰲頭獨佔，而是最頂尖的十大企業中，竟有三家來自中國大陸（中國石油化工集團、中國石油天然氣集團、國家電網公司），只居於在十大企業中佔了四家的美國（沃爾瑪、埃克森美孚、雪佛龍、康菲石油公司）之後，緊隨其後的日本、荷蘭及英國，則各佔一家（分別是豐田汽車、皇家蜆殼和英國石油）。如果名單所列的企業，乃一個國家或地區頂尖企業的代表，屬於綜合經濟力量的縮影，那麼深入一點看看這個名單自 2000 年以來的微妙轉變，則肯定可讓我們對世界經濟格局有更透徹的了解和認識。

進入新千禧年代（2000 年）之際，在「500 強」中，179 家來自美國，107 家來自日本，而來自英國及荷蘭的分別有 38 家及 8 家，來自法國及德國的則各有 37 家，來自大中華經濟體的企業，¹ 則只有 11 家而已，餘下 83 家來自全球其他國家或地區。單從這個世界頂尖企業分佈表看，世界經濟與商業由美、日、英、法、德、荷等國主導，可謂一目了然、十分清晰。之後兩三年，美、荷資本進入「500 強」的數量雖略有上升，但日、英、法、德等資本的數量則日減，而來自大中華經濟體的數量則漸增。2002 年後，美資「500 強」的數量亦轉升為跌。2008 年美國的「金

融海嘯」，以及接着的歐盟國家債務危機（俗稱「歐債危機」）問題，令美、日、荷、法、德等國的資本，能夠打進「500 強」之列者，數量愈見減少，英國雖微有增加，但部分是企業合併後的結果，而來自大中華經濟體的，其數量則增長迅速。至於 2012 年的數據更顯示，單以數量計，在「500 強」中，大中華經濟體所佔的數量，已超越日本，僅次於美國，而與美國的差距則已大幅收窄了（表 1.1）。

表 1.1：2000-2012 年全球 500 最強企業（按主要國家及地區分佈）

年份	美國	日本	英國	荷蘭	德國	法國	中國大陸	台灣	香港	其他
2000	179	107	38	8	37	37	9	1	1	83
2001	185	104	33	9	35	37	11	0	1	85
2002	197	88	33	9	35	37	11	2	0	88
2003	192	88	34	11	35	40	11	1	0	88
2004	189	82	35	12	34	37	14	1	1	95
2005	176	81	35	14	37	39	15	2	1	100
2006	170	70	38	14	35	38	19	3	1	112
2007	162	67	33	14	37	38	22	6	2	119
2008	153	64	34	13	37	39	25	6	4	125
2009	140	68	26	12	39	40	34	6	3	132
2010	139	71	29	13	37	39	42	8	4	118
2011	133	68	30	12	34	35	57	8	4	119
2012	132	68	26	12	32	32	69	6	4	119

資料來源：The Fortune, 各年

強國富民的努力與挫折

美、日、英、法、德、荷六國——除美國外，本身均幅員不大、人口不眾、市場有限——為何能孕育那麼多世界頂尖企業，背後說明了什

1 學術界對大中華經濟體有兩種劃分，其一包括了中國大陸、台灣、香港、澳門及新加坡等 5 個經濟體；其二則只包括前四個，新加坡不包括在內 (Nicolas, 2012)。在本書中，我們選擇第二個類別的劃分，原因是新加坡無論政治體制、經貿往來，乃至社會及地理環境的內涵等，均和前四者差異巨大，拉在一起較難突顯整合的效果。

麼道理呢？這些國家到底曾經走過哪些不平凡的發展道路最後才能夠修成正果，崛起成為主導世界秩序的強國呢？發展資本市場以建立國際金融中心地位，令企業與國家獲得源源不絕的國內外資本供應是否他們綜合國力歷久不衰的核心所在呢？二十一世紀首個十年世界經濟與金融環境所發生的「金融海嘯」和「歐債危機」等巨大變化，到底又預視了未來怎樣的發展路向呢？處於這個波譎雲詭的歷史時刻，並碰到這樣的千載難逢發展機遇，大中華經濟體應如何抉擇及應變才可以爭取更大的發展優勢呢？

自古至今，強國富民、長治久安，可說是世界各族人民的共同願望，但多少國家與人民可以夢想成真，多少國家與人民仍處於貧弱及被支配的境地，則不問可知。誠然，為了達至以上目標，歷史上曾有不少帝王將相、賢人智士在不同時代的不同層面上作出努力，但跌跌碰碰後可以成事的，在十七世紀的現代資本主義興起前，實在並不多見。而現代資本主義興起之後，荷蘭、英國、美國、法國、德國和日本等先後變改制度，改弦更張，奉資本主義為主臬，按其精神、規則、體制和邏輯來辦事與運作，則使其經濟充滿發展動力，政治及社會結構亦會隨即脫胎換骨，人文思想與文化價值的涵養同時亦隨之嬗變，其結果既提升了綜合國力，亦改善了人民生活，令這些國家先後躍升為主導全球秩序的核心力量，國力歷久不衰。

對於現代資本主義的興起和發展，無論源流、精神、特質、體制，乃至具體運作，不同學派的研究和討論，可謂汗牛充棟，為數不少。若將此名詞在互聯網的 Google 搜尋器上一查，則可發現，相關條目竟多達 5,190 萬項。至於學術界較權威並且較有影響力的著作，則有如下這些例子：Marx, K., 1906, *Capital: A Critique of Political Economy* (ed. by F. Engels; trans. by E. Untermann), Chicago: Kerr; Weber M., 1930,

The Protestant Ethic and the Spirit of Capitalism (trans. by T. Parsons), London: Allen & Unwin; Smith, A., 1937, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, New York: The Modern Library; Braudel, F., 1981-1984, *Civilization and Capitalism, 15th-18th Century* (trans. by S. Reynolds), New York: Harper & Row; 以及 Friedman, M., 1962, *Capitalism and Freedom*, Chicago: University of Chicago Press 等等。

雖然各種分析與觀點差異巨大，而且褒貶不一，但大家對現代資本主義在歷史上所產生的巨大影響，則充分肯定。這是我們選擇以此作為討論重點的原因。在十七世紀之前，不同程度與形式的資本主義行為——包括生產、交易與消費——已經出現，學術界有些將之形容為資本主義社會的初階，有些指是萌芽期或發軔期，不一而足。相關討論可參閱黃仁宇（1991）、Paul Kennedy（1989）及 Dougals C. North and Robert P. Thomas（1973）等人的深入分析和介紹。我們選擇以十七世紀作分界線，並冠以現代資本主義社會之名，是因為被指乃現代資本主義社會核心的股票市場，在那個時代於焉誕生，令經濟體系發生巨大轉變——即從原來的高度依賴農業系統運作，轉為高度依賴商業系統運作。由於亞當史密（Adam Smith）認為，商業系統乃現代的系統（Smith, 1937），我們因而將那時期開始的社會，劃分為現代資本主義社會。亦基於此，本書的主旨，乃將焦點集中於股票市場——尤其是打造國際金融中心地位——的發展之上，思索與追尋其如何達至強國富民的目標，之後再從金融市場的如何有效運作入手，闡述打造國際金融中心對提升國民經濟的重要性。

回顧歷史，在現代資本主義興起之前，中外社會其實曾經出現不少一時無兩的龐大帝國——例如阿契美尼德王朝的波斯帝國、亞歷山大統治下的馬其頓帝國、印度阿育王統治下的孔雀帝國，以及羅馬帝國、奧

圖曼的亞拉伯帝國、秦漢隋唐帝國和蒙古帝國等等；亦曾出現過數目眾多的太平盛世——例如歐洲的拜占庭黃金時代、伊斯蘭阿拔斯王朝的輝煌歲月，以及中國的漢武盛世和初唐貞觀之治等等。但是，無論新帝國的締造，或新太平盛世的出現，很多時只是強盛一時，尤其只依靠在一、兩位雄才大略君王公卿領導下的東征西討與強政勵治而已。當一個帝國由興盛走向腐敗之時，又會有新的沙場廝殺，然後摧毀舊帝國，建立新帝國，創造新盛世，周而復始。而不同帝國與盛世的起落興替，往往標誌着大小不一的侵略與反侵略戰爭，循環不息（明克勒，2008；徐波，2011）。

簡單而言，無論是帝國的建立，或是盛世的締造，雖然曾經留下不少傳奇故事，產生無數今時今日仍讓人讚嘆不已的偉大建築，或傳頌一時的藝術珍品和詩詞歌賦等，但得益者往往只限社會中極少數的一群——皇室貴族和達官貴人，連權力亦高度集中在他們手中；至於社會的絕大多數——平民百姓——雖然乃沙場上的最大犧牲者，但卻並非勝利的真正獲益者，太平盛世時可以享受富裕充足的生活。恰恰相反，無論是戰亂之時，或是太平日子，他們均屬被奴役的群體，「一將功成萬骨枯」則可說是封建社會發展過程最殘酷但又最濃縮的描述。

毫無疑問，打江山、爭天下，並非平民百姓所思所想，得享太平、安居樂業，才是他們內心的真正渴求。為了方便討論和分析，如果我們籠統地以十七世紀現代資本主義的興起作為分界線，將在此之前的時代簡單地劃為封建社會，而引入此制度之後則劃作現代資本主義社會，並將討論焦點集中在經濟層面之上，政治、宗教及文化等層面的問題略去不表，則不難發現，在封建社會，由於經濟以農業為主，商業貿易並不發達，物質條件差，人民生活其實樸實無華，並且長期處於停滯不前的狀態（Braudel, 1981-1984）。

誠然，對於人類歷史不同發展階段應如何劃分的問題，學術界討論頗多（Robertson, 1987）。舉例說，馬克思學派便從歷史唯物論的角度，提出五個不同階段或社會的論點，認為人類社會最初為原始社會，之後進入奴隸社會、封建社會、資本主義社會、社會主義社會，最後則會走向共產主義社會（Marx, 1906）。由於本書的簡單劃分只在方便討論，我們不糾纏於劃分的標準等問題上。到底封建社會的經濟結構及生產模式具有哪些特質呢？以下的扼要介紹，希望能夠作出一些具體的說明：

1. 經濟命脈大部分依靠着農業系統的初級生產，農民佔人口中的絕大部分；手工業、製造業等二級生產只佔很少的比例；金融及服務業等三級生產，更加只有少之又少的人口參與而已。

2. 生產的主要單位為家庭，男耕女織；而生產的最大目的，主要是為了滿足自身群體或社會的生存需求（包括向地主繳交地租，以及向政府繳納捐稅田賦）；當滿足了自身的需求之後，才會拿到市場作交易。正因生產只為自給自足，對市場與交易的依賴不高。

3. 由於生產所得的絕大多數先滿足生活消費，只有較少的剩餘部分才拿到市場買賣的緣故，商業貿易未能發揮帶動生產分工、增加產量的功能，因而無法大量生產，帶來規模經濟；至於貨幣未能廣泛流通，帶動投資、改善生產效率，社會因而無從利用貿易（市場）與貨幣的手段為經濟體系注入更強大的發展動力。

4. 市場規模小，而且零散隔絕，彼此間未能互通有無，達至資源分配的最佳效果；而商業系統的結構原始，運作十分簡單，交易大多採取以物

易物的方式進行，顯示貨幣和信貸的運用並不普遍，流動性十分低，因而無從產生刺激投資和生產的作用。在市場規模小及商業活動率低的情況下，企業家精神難以發揮，因而難以為商業貿易帶來突破性發展。

5. 受山川河流及海洋等地理阻隔帶來的交通不便所影響，各城鎮的市場體系各自為政，來往不多，鮮有跨地域、跨國界的大規模商業貿易可以暢通無阻地進行。

6. 土地產權高度集中於大地主（封建領主、貴族、官吏）的手中，且世代相傳，不能自由買賣，絕大多數農民屬佃農或農奴，身無長物，只能以出賣勞力賺取生活。地主與農民之間的支配與被支配生產關係，雖然十分尖銳，但卻保持相對穩定。

7. 生產的工具十分簡陋，並且高度依賴人力與畜力的勞動；即使有使用少量器械（例如水車、磨機、打穀機之類），亦只是停留在十分原始的階段；生產分工與專門化程度很低，職業分類簡單粗糙；各級生產的生產力均十分低，並與人力投入的程度成正比。

概括而言，在封建社會，一方面是經濟結構高度依賴農業，而生產模式則簡陋落後，絕大部分農民又屬佃農或農奴，土地則大部分落在大地主手中，生產關係自然由大地主所支配，農民只有出賣勞力，依賴着他們才能生存，自主性和生產積極性均不高，生產力低下，自不待言。另一方面，由於生產以維持在自給自足為本，貿易買賣深度、廣度有限，市場發展的幅度、強度乃同樣受到局限，加上貨幣使用並不普及，各種商業活動並不活躍，難有突破，實不難理解（Bloch, 1961; Reynolds,

1994）。

從理論層面而言，決定經濟發展的生產因素（factor of production）在封建社會只有土地及勞動力而已，資本及企業精神存量極微，甚至可以說微不足道。由於驅動經濟發展的力量來自生產因素，封建社會的經濟便可簡單地看作「兩輪驅動」的經濟，情況有如人力車，依靠着人力或畜力前進，承載量與前進速度較低，不難理解。正因封建社會的生產因素頗有局限，發展動力不大，經濟長期停滯不前，人民整體生活水平難以獲重大改善，亦可說是預期之內的事情。

可以想像，由於普羅百姓身無長物，唯一「資產」只是勞動力，而王孫貴族在打江山、爭天下時，顯然亦只會從他們自身的利益或立場出發，既只着眼於攻城掠地、掠奪物質資源，亦不會太重視老百姓的生死和福祉。在取得江山後，當然亦不會想到與他們共同分享成果，顯示老百姓從來都是處於社會最脆弱、最無助的位置上。

現代資本主義與股票市場

以上封建時代經濟體系、生產關係及商業貿易模式的扼要簡略介紹，旨在說明現代資本主義社會的興起如何扭轉人類發展軌跡，締造世界新秩序。其實，資本主義的腳步及足跡，早在十七世紀之前已經邁出，前文已有着墨。威尼斯幅員小，人口不多，天然資源極為匱乏，但卻憑發展商業貿易，在十三至十六世紀期間蓬勃發展為「商人共和國」（Cheyney, 1936: 11），是學術界常常引用的重要例子（Braudel, 1981-1984; 黃仁宇, 1991）。

威尼斯在十七世紀前已極為熾熱的商業活動雖然名聞歐洲，而威尼

斯商人唯利是圖、點石成金的能量及故事又廣為人知，但商業模式與封建時期農耕其實並沒兩樣，貨主出資、拍檔出力，跨域運送，貨銀兩訖。營商制度亦缺乏劃時代的創新，用馬克思的話是沒有為資本主義帶來「革命性」轉變，顯示直至十七世紀之前，資本主義發展，仍停留在學術界形容為「前期」或「發軔期」的階段（Cheyney, 1936; North and Thomas, 1973; Thompson, 1960），情況與中國漢唐時期長安洛陽，乃至宋朝汴梁、臨安，乃至明清時期江南一帶同樣繁華一時、商貿發達，可謂別無二致。難怪有學者亦曾指當時的中國經濟亦是處於「前期」或「發軔期」。但實情則是「發軔」數百年而未能成長，更遑論開花結果（黃仁宇，1991）。當然，這個前期或發軔期的重要條件，對現代資本主義的興起，其實亦是極為重要和功不可沒，尤其是以商業律例（Law Merchant）為基礎之仲裁制度。

我們認為，資本主義社會脫胎換骨之轉捩點，是十七世紀的荷蘭商人，其中劃時代創舉，則是拿公司股份（亦稱證券或股票）——本身的股權及預期回報（股息）和收益等——像貨物般交易買賣，套取現金，並創立股票市場讓買賣雙方自由交易，就連其他有價憑證——例如債券、提單、保險單、信貸憑證等，在市場中自由、公開地進行交易，成為耳目一新史無前例的制度安排。至於這些有價有市並可產生信貸槓桿的東西，則被籠統地稱為資本，原因是它們可以用來促進生產、帶動經濟發展。

此種制度的最突出之處，是系統化地促進資本聚合（capital formation），令社會上本來零星分散的儲蓄或資源，可以利用市場自由買賣交易的機制，像百川匯海般將之集結成龐大資本，再如「精鋼用於刀口上」般將這些資本用於開拓市場、擴大貿易及推動社會建設之上，因而能促進經濟發展。至於零星分散資本的擁有者（理論上是普羅民

眾），則可一躍成為公司股東，並能從中分享生意中的獲利，進而增加本身的財富。換言之，股票市場的劃時代發明，打破了過去資本供應與資本需求長期受到阻隔無法滙合或對口的大關，形成資本的循環和對流，因而既可為推動商業貿易與經濟發展注入源源不絕的動力，亦能為零星分散的資本擁有者帶來收益，令大家利益均沾、甘苦共嘗，因而可從經濟發展中共同成長。

簡單點說，有了股票市場的強大公眾資本供應後盾，再加上其他連串一環扣一環的金融配套服務（例如貨幣、銀行、保險、債券及公共財政等）的相繼產生和壯大，公眾公司（即今時今日的上市公司）一方面可以較低成本集資，²發展一些較大規模的項目，另一方面亦可投資到回報期較長的生意上，因而可為公司的大小股東帶來更佳回報，而工業革命——尤其科技研發——日後在英國邁出關鍵腳步，則相信與股票市場在該國蓬勃發展、資本供應充沛有密切關係（Moffit, 1925）。

正因公眾公司吸納了公眾資本，股票又可在市場上自由買賣，其管理及營運乃在公眾監督的壓力下日趨公開透明，而經營表現更須獲得市場肯定才能發展起來。這種局面，一方面是政府相關監管法規較為嚴格的結果，另一方面則與市場及大小投資者因利之所在對其各方面的狀況及發展極為關注有關。當然，整個社會的法治精神面貌，亦會隨着股票市場的發展而轉變（Berman, 1983），顯示各種力量的互為因果與不同投資者的彼此牽引，既催生了現代化跨國企業，強化了專業管理，亦可為社會帶來連串現代化建設。

同樣不容低估的重要效應，還有促進資本流通與擴大資本供應的作

2 原則上，利用發行股票籌集資本不用像向銀行借貸般支付利息，籌集資本的成本無疑較為低廉，加上派息與否可以視乎盈利而定，並可由公司管理層自行決定。

用。無論是股票，或是其他信貸憑證，由於可以像樓房物業般拿來作借貸抵押，或是拿到銀行貼現，甚至可在資本市場中自由交易，轉成現金應急或再投資，因而可以加強資本市場的流動性，進而促進經濟的循環和發展。

另一必須指出的要點，是資本主義雖然具有唯利是圖的特質，並衍生了諸如貪婪、鑽空子、剝削和投機倒把等極為負面的面孔，但股票市場的建立，則在一定程度上合理化了資本家爭名逐利的舉動，改善其形象，因為說到底公司管理層是為了爭取大小股東——一般而言，小股東往往被指屬於公眾投資者——的最大利益。正因社會大眾可將手中積蓄投放到心儀公司之上，期望其生意拓展可帶來更好回報，而非像過往般要不在家中，要不便只能存到銀行，賺取極為微薄的利息，顯示股票市場確實令利益均沾、甘苦與共的一面更為鮮明地突顯了出來。至於相關公眾公司的向外開拓，自然亦會獲得大小股東的背書和支持，這亦間接說明為什麼不少公眾公司表現得熱衷開拓市場、發展業務。

由於企業集資與股票買賣等創新制度的核心，是法律對私有產權的保障，加上市場的有效運作必須依賴自由、公正、透明等原則，而強調資訊流通，以及法律對商業行為與契約的切實維護，同樣不可或缺。由是之故，自十七世紀開始，那些踏上現代資本主義道路的國家，不但司法體系必須作出相應調適，改變封建時代的習慣，政治與政府系統的運作，同樣須要作出恰當的配合和轉變，就算是大小公眾投資者，無論是思想價值上，或是投資行為上，均須對市場和新制度作重新的認識和了解。

自股票市場及相關金融體制日趨普及之後，無論是資本主義的意識形態、精神面貌，乃至法治原則及商業倫理等，均呈現了巨大轉

變，甚至讓人有耳目一新的感覺。³ 資本家——或者是熊彼得（Joseph A. Schumpeter）眼中的企業家——因為追求更大投資回報，或是為了建立個人事業（Schumpeter, 1934），在強大資本市場及相關制度的支持下——尤其是公司制度在十八世紀作出歷史性的改變後（詳見其他章節的討論）能夠讓他們分散投資風險，因而可促進其唯利是圖、敢於冒險的舉止，並可獲得前所未見的有利配合與支援。正因如此，在那時期開始，現代資本主義社會的發展，就像進入物理學（牛頓第一定律）「動者恆動」法則之中，令其經濟體系充滿動力，發展腳步更一個比一個快，資本主義一詞更變成了創造財富的有力保證（Braudel, 1981-1984）。

也即是說，自引入資本市場後，一方面是資本的集結、流通和運用大幅壯大；另一方面則是市場貿易的空間和規模同時獲得了大幅提升；兩者令資本及企業家精神變成了促進經濟發展的兩大生產因素，顯示現代資本主義社會出現了「四輪驅動」的利用機械動力以推動經濟發展的格局，情況有如汽車般推動了經濟的不斷前進。

如果將現代資本主義興起後的經濟狀況，與前文提及封建社會時期的經濟狀況，作簡單的比較，則不難發現，自引入股票市場後，現代資本主義社會即出現眾多連串巨大轉變，令其經濟體系脫胎換骨，生產模式及能量與封建社會時期呈現了截然不同的狀況。

1. 經濟命脈已由高度依賴農業系統轉為高度依賴商業系統，農民佔勞動

3 毫無疑問，資本主義帶有多重曖昧性、剝削性與掠奪性，在歷史發展的過程中亦曾與帝國主義和種族主義等相結合，成為侵略者，令不少國家和人民受到奴役、折磨。本書無意否定這些歷史和特性，亦不會為其美言說項，我們只想從理論層面出發，闡述其重大制度的轉變，怎樣啟動了經濟的發展動力，隨而令政治及社會等制度逐漸蛻變。