

伯利—米因斯命题：七十年重温（上）*

沈艺峰

内容提要：从1932年伯利—米因斯命题的提出，七十年来，美国大公众公司的所有权结构是否还停留在伯利和米因斯笔下所描述的状况？还是发生了什么变化？是否出现结构性变化？伯利—米因斯命题是否依然能够解释现在美国大公众公司的所有权结构状况？除美国之外，其他国家的所有权结构是否也存在分散和分离的状况？关于公司所有权结构的主流文献又有何最新发展？本文的主要目的就在于回答这些问题。

关键词：伯利—米因斯命题 所有权结构 投资者法律保护 法与金融学

作者：厦门大学管理学院副院长，教授，博士生导师。

一、引言

1932年，法学家伯利和经济学家米因斯在《现代公司与私有财产》(The Modern Corporation and Private Property)第六十九页写下这段著名的话：

随着公司财富的所有权变得更加广为分散，对这些财富的所有权与控制权已经变得越来越少集中于同一个人之手。在公司制度下，对行业财富的控制可以而且正在被以最少的所有权利益来完成。……财富所有权没有相应的控制权，而财富的控制权没有相应的所有权，这似乎是公司演进的逻辑结果。^①

这段话以后被斯蒂格勒和弗德里兰诠释为伯利—米因斯命题。^②所谓伯利—米因斯命题实际上包含两项结论：所有权的分散与所有权和控制权的分离。其结论一表明，在伯利和米因斯的年代里，美国大公众公司所有权高度分散。根据伯利和米因斯的统计，20世纪30年代初，美国最大200家公众公司里，只有不超过5%的公司是由大股东所拥有，23%和44%的公司则是由所有权相当分散的少数股东和管理者所拥有。^③例如在宾夕法尼亚铁路公司等具

* 本文为国家自然科学基金(70372033)的研究课题和2004—2005美国富布莱特访问学者的申请课题。作者感谢美国富布莱特基金会和中国国家自然科学基金所提供的资助。感谢厦门大学管理学院财务研究与发展中心博士生班学生对本文所提的批评意见。

① 参见伯利和米因斯：《现代公司与私有财产》，纽约麦克伦公司，1932年版，第69页。

② 参见斯蒂格勒和弗德里兰：《经济学文献：伯利与米因斯之例》，载《法学与经济学学刊》1983年，第26卷，第237页。

③ 前引伯利和米因斯文，第115页。

有代表性的大公众公司里，第一大股东仅持有不到 0.34% 的股份，前五大股东持股比例则只有 1.02%，前二十位股东持股比例也不过 2.7%，持有超过 500 股股票的股东人数仅有区区 236 人，他们总共持有公司不超过 5% 的股份。^① 与之类似，美国电话与电报公司里的股东人数高达 567694 人，而第一大股东持有还不到公司 1% 的股份。因此，伯利和米因斯认为，大公众公司的股东如此之多以至于没有哪一个股东或者哪一部分股东拥有显著比例的公司股份。伯利和米因斯的结论二表明，美国大公众公司所有权与控制权分离程度相当严重。在伯利和米因斯的调查中，44% 的大公众公司和 58% 的公司财富掌握在公司管理者手中，从而形成了所谓的“管理者控制”。^② 伯利和米因斯指出：“控制公司财富的那些人……不再是享有公司巨额利润的所有者。控制典型现代公司命运的那些人所拥有公司股票的比例如此之小以至于他们从有效管理公司中所应得的收益只是微不足道的一小部分。相反，得到公司利润的股东……却把公司财产的全部处置权交给那些控制公司的人。”^③ 伯利和米因斯警告说，管理者控制将会形成管理者主义，从而将经济引向权力集中的危险方向。^④ 伯利—米因斯命题的两个结论是相互联系的，结论一是结论二的充要条件，而结论二可以看成是结论一的推论。^⑤ 布里克和钱达曾指出，伯利和米因斯将管理者控制看成为公司所有权随着大公司的发展而出现的大幅度分散的特定结果，“哪里出现所有权分散，哪里正是控制权丧失的地方。”^⑥

伯利—米因斯命题的意义在于它说明现代公司治理的如下理论思维：在大公众公司里，由于所有权和控制权的分散与分离导致管理者控制的形成和管理者主义的产生，其结果是在股东与管理者之间形成一种委托代理关系（罗斯，1973），在这一委托代理关系框架中，作为委托人的股东总是希望作为代理人的管理者能够从股东利益最大化出发来有效地管理公司。但是由于管理者的利益与公司股东利益的不尽一致，管理者本身又具有道德风险（霍姆斯特龙，1979），以及股东与管理者之间的信息不对称（迈耶斯和马勒夫，1984），加上契约的不完备性（哈特，1995）因此产生代理成本问题（詹森和麦克林，1976），为了解决代理成本问题，就必须建立完善的公司治理机制，包括从内部由董事会和大股东对管理者进行监督和激励（马塞，1986，维斯巴赫，1988），从外部激活包括收购、兼并和代理表决权竞争在内的公司

① 前引伯利和米因斯文，第 84 页。与伯利和米因斯同时代的哈佛大学教授戈登在 1936、1938 和 1940 年发表于《经济学季刊》的三部曲中也部分反映了伯利和米因斯所注意到的现象。

② 伯利和米因斯在他们的书里将公司控制类型分为五种：私人控制、绝对多数股东控制、法律形式持股、少数股东控制和管理者控制。其中的法律形式持股包括金字塔式持股、无表决权股票、不同表决权股票和表决委托。前引伯利和米因斯文，第 70—90 页。

③ 同上文，第 8—9 页。

④ 管理者主义后来得到了戈登（1945）、马里斯（1964）、西蒙（1966）、加尔布雷思（1967）、贝尔（1973）以及钱得勒（1977）的证实，演变成一支理论流派并得到实证上的支持。参见戈登：《大公司的企业领导力》，华盛顿特区布鲁金斯机构，1945 年版，马里斯：《管理者资本主义的经济理论》，伦敦麦克米伦出版社，1964 年版，西蒙：“经济与行为科学中的决策理论”，载《经济理论概览》第 3 卷，鲁宾逊出版社，1966 年，加尔布雷思：《新工业国》，纽约新美国图书馆，1967 年版，贝尔：《后工业社会的来临》，纽约贝西克书屋，1973 年版，钱得勒：《看得见得手》，哈佛大学出版社，1977 年版。

⑤ 在德姆塞茨和比利亚朗埃的文章里，他们错误地将德姆塞茨（1983）以及德姆塞茨和莱恩（1985）关于股权集中度与公司业绩表现的研究与莫克、施莱弗和维斯尼（1988）、麦克康奈尔和瑟维斯（1990）以及希梅尔伯格、哈伯德和帕利亚（1999）关于管理者持股比例的研究混为一谈。

⑥ 参见布里克和钱达：“伯利和米因斯错在何处：资本市场代理与财务报告的重新评价”，载《会计、组织与社会》2000 年，第 25 卷，第 547 页。

控制权市场(詹森和鲁巴克, 1983)。^①这一理论思维往前继承了凡勃伦(1904)的思想, 往后以代理理论为主要内容, 中间形成以伯利—米因斯命题为核心的管理者主义, 它为现代公司治理理论奠定了思维原点, 并深刻地影响了几代经济学家对现代公司治理问题的看法。米兹鲁奇深刻指出: “现在被称为公司治理的领域可以追溯到伯利和米因斯的经典著作。对这本著作的各类解释掀起过数波浪潮, 但最终所有的评论家都认可伯利和米因斯的思维原点: 即美国大公司所有权和控制权的分离。”^②斯蒂格勒和弗里德里兰也感叹到: “并不是很多具有五十年历史的陈年书, 其主要观点还能够被现代经济学家所一致认同的, 不过伯利和米因斯的《现代公司与私有财产》倒是其中之一。”^③不过, 伯利—米因斯命题毕竟是“金融资本年代”(即1890年—1929年大萧条)的产物, 从1932年伯利—米因斯命题的提出, 时光流过整整七十年, 美国大公众公司的所有权结构是否还停留在伯利和米因斯笔下所描述的状况? 还是发生了什么变化? 是否出现结构性变化? 换句话说, 伯利—米因斯命题是否依然能够解释现在美国大公众公司的所有权结构状况? 除美国之外, 其他国家的所有权结构是否也存在分散和分离的状况? 关于公司所有权结构的主流文献又有何最新发展? 本文的主要目的就在于回答这些问题。

二、伯利—米因斯命题的现代演变

自伯利—米因斯命题提出后, 美国大公众公司的所有权结构在七十年间发生了什么变化呢? 为了阐述这个问题, 我们必须从1966年拉纳一篇题为“200家最大的非金融公司的所有权与控制, 1929年与1963年”的文章和1981年赫尔曼一本名为《公司控制, 公司权力》的著作谈起。^④拉纳的文章据他自己说“非常接近于在伯利和米因斯研究中所使用的定义、程序与分类,” 文章的主要目的在于“试图系统地衡量六十年代前半段时期最大的200家非金融公司中管理者控制的实际存在状况。”^⑤换句话说, 拉纳的文章就是要用三十年代的方法和六十年代的数据来重新描述伯利—米因斯命题。而赫尔曼写作他那本书的主要目的, 用这本书的研究赞助基金会——二十世纪基金会主任罗森的话说是: “鉴于第二次世界大战后数十年内所发生的巨大变化的事实, 重新评价伯利—米因斯(命题)。”^⑥那么, 拉纳和赫尔曼对伯利—米因斯命题进行重新评价后得到什么结论呢?

^① 参见凡勃伦:《企业理论》, 纽约查尔斯斯克里布纳出版社, 1904年版, 罗斯:《代理的经济理论: 委托人问题》, 载《美国经济评论》1973年, 第53卷, 第134—139页, 迈耶斯和马勒夫:《当公司拥有信息而投资者没有拥有信息时的公司融资与投资决策》, 载《财务经济科学》1984, 第13卷, 第187—221页, 詹森和麦克林:《企业理论: 管理行为、代理成本与所有权结构》, 载《财务经济科学》1976年, 第3卷, 第305—360页, 詹森和鲁巴克:《公司控制权市场: 科学证据》, 载《财务经济科学》1983年, 第11卷, 第5—50页, 马塞:《董事: 神话与现实》, 哈佛大学出版社, 1986年版, 维斯巴赫:《外部董事与高层管理人员变更》, 载《财务经济科学》1988年, 第20卷, 第431—460页。

^② 参见米兹鲁奇:“再论伯利和米因斯: 美国大公司的治理与权力”, 载《理论与社会》2004年, 第33卷, 第579页。

^③ 前引斯蒂格勒和弗里德里兰文, 第237页。

^④ 明茨和施瓦茨的《美国企业的权利结构》也有人提及, 主要相关部分是该书第二章的内容, 但明茨和施瓦茨并没有进行完整的论述。参见明茨和施瓦茨:《美国企业的权利结构》, 芝加哥大学出版社, 1985年版。

^⑤ 参见拉纳:“200家最大的非金融公司的所有权与控制, 1929年与1963年”, 载《美国经济评论》1966年, 第56卷, 第777页。

^⑥ 前引赫尔曼文, 第xi页。用赫尔曼自己的话说是: “用新的数据”反映公司“所有权结构的变动状况”。同上文, 第xiv页。

首先，拉纳和赫尔曼的研究成果显示，从二十年代末到六十年代和七十年代中期，居间四十多年，伯利—米因斯命题所描述的第一种现状：即美国大公众公司所有权的分散状况发生了相当显著的变化。赫尔曼发现：到了1974年底，美国200家大公众公司中，由绝对多数股东和持有超过1%股份的股东控制的公司比例已经达到了22%^①。与此同时，尽管股东人数大量增加，个人投资者持有股份进一步分散，但“机构投资者开始取代个人投资者成为最大宗股票的所有者，”^②按照赫尔曼所援引的美国证券与交易委员会的数据，截至1978年年底，机构投资者共持有价值3577亿美元的股票，约占发行在外股票的34.4%，其中2373亿美元（约70%）掌握在99个独立的机构投资者手中，包括43家银行、31家投资银行、咨询组织或咨询团体、10家保险公司、6家政府资助的信托基金、1所大学和1家私人信托公司；^③最大的125家公众公司里，约有5%—10%的股权持有在47家机构投资者手中，机构投资者持有其中9家公司超过10%的股权比例；根据1974年年底的规模划分，在最大的380个持股个人或机构中，41个持股比例在10%以上，339个持股个人或机构则介于2%和10%之间。^④由此表明，大公众公司的所有权已经逐步地从分散趋向集中，机构投资者成为大公众公司股份主要持有者，掌握公司相当比例股份的大股东开始形成。赫尔曼并且断然指出：“尽管既不是千篇一律也不是一成不变，但这一趋势相当之明显。”^⑤

赫尔曼的发现在二十世纪七十年代后还相继得到了相关文献的进一步证实。例如德姆塞茨和莱恩对1981年美国511家大公司的统计分析表明，全部样本公司中，超过78%的公司里，前五大股东和前二十大股东拥有股份比例在10%~49.99%之间。^⑥施莱弗和维斯尼的描述统计也显示，在1980年美国《财富》的456家大公司里，354家存在至少一个拥有股份比例在5%以上的大股东，第一大股东的平均持股比例为15.4%，前五大股东的平均持股比例为28.8%。^⑦霍尔德内斯和希恩的样本则表明，从1978年到1984年间，纽约股票交易所和美国股票交易所里约有5%的上市公司由绝对多数股东所控制。仅在1984年，纽约股票交易所、美国股票交易所和OTC市场将近20%的公司存在至少一位拥有10%股份且不担任公司职务的大股东。^⑧在机构投资者持股方面，德姆塞茨和莱恩提供如下统计结果，1980年511家公司中，机构投资者的平均持股比例为18.39%。^⑨史密斯的数据显示：“到1992年，（机构

① 同上文，第58—59页表3.1。所谓绝对多数股东，赫尔曼定义为：“包括所有持有超过50%表决权股票情况的个人、家庭或小规模群体等。”伯利和米因斯的定义略有不同，他们指“拥有公司绝大部分股票，从而获得与独资公司所拥有的所有法律权力（特别选举董事会权力）的个人单独或小规模群体。”霍尔德内斯和希恩的定义类似于赫尔曼，指“拥有至少半数以上但少于全部发行在外普通股股票的个人或实体。”前引赫尔曼文，第55页，前引伯利和米因斯文，第71页及参见霍尔德内斯和希恩：“绝对多数股东在公众持有公司中的作用”，载《财务经济学期刊》1988年，第20卷，第318页。

② 前引赫尔曼文，第70页。

③ 同上文，第138页表4.4及第139页。

④ 同上文，第138—145页。

⑤ 同上文，第70页。

⑥ 前引德姆塞茨和莱恩文，第1157页表1。

⑦ 参见施莱弗和维斯尼：“大股东与公司控制”，载《政治经济学期刊》1986年，第91卷，第462页。

⑧ 前引霍尔德内斯和希恩文，第317页。

⑨ 前引德姆塞茨和莱恩文，第1166页表3。

投资者的持股比例)超过持股总量的50%。”^①布里克和钱达的数据同样表明,1990年《商业周刊》前1000家公司里,超过半数的机构投资者持有超过50%的股份,机构投资者也拥有美国全部公众公司半数以上的权益及70%的市场交易量。同时,“机构投资者持股比例高度之集中,”最大200家退休基金拥有全部退休基金四分之一的资产。^②布里克利、利斯和史密斯的证据同样表明,自20世纪70年代以来,机构投资者持股比例戏剧性地激增,据布里克利等人所引的美联储数据,1970年时,机构投资者约持有美国公司17.5%的股份,到1986年,这一比例跃升到超过30%。^③斯特里克兰、怀尔斯和曾纳也提出类似的数据,他们报告说,平均而言,美国联合股东协会的185家机构投资者拥有该协会所列出公司权益的57%。^④瓦哈尔的样本则显示,1980年,公共退休基金所持有的股票仅占纽约股票交易所3.9%,但到了1990年,公共退休基金所持有的股票比例就上升到了10%。瓦哈尔甚至指出:“公共退休基金不仅保持庞大的总量,而且在单个公司里,他们也同样拥有巨大的利益。”^⑤布里克和钱达正确地指出,机构投资者的出现极大地影响了公司所有权和控制权的分散和分离状况。^⑥在伯利和米因斯的年代里,他们的重点只在于考虑股权高度分散下股东与管理者之间的关系,并没有充分认识到诸如银行和投资基金之类的机构投资者对公司所有权和控制权重要影响。赫尔曼后来认识到了这个问题的重要性,并在他的书里增加了“金融控制”的类别。因此,所有权的逐渐集中、大股东的形成和机构投资者的出现是对伯利—米因斯命题的第一个重大挑战。

其次,赫尔曼等人认识到,随着管理者控制比例的提高,管理者持有公司股份比例也依此提高,例如,在伯利和米因斯年代,他们会“吃惊地”发现:“没有一个董事或管理者持有全部股票的千分之一。所有董事合起来所持有的股票总共不到千分之七,而且据推测还非常之少。毫无疑问,就相对利益而言,董事的持股可以略而不计。”^⑦然而到了赫尔曼的笔下,以1975年为例,由管理者持有超过1%表决权股票的公司比例相应提高到34%,超过1%表决权股票的公司比例相应提高到19%。^⑧赫尔曼的数据后来得到了其他很多学者的佐证。例如莫克、施莱弗和维斯尼发现,在1980年美国《财富》500强里,371家公司全部管理者(包括董事在内)的平均持股比例为10.6%,其中在31%的样本公司里,管理者持股比例超过

① 参见史密斯:“机构投资者的股东活动主义:来自CalPERS的证据”,载《财务学刊》1996年,第51卷,第227页。

② 前引布里克和钱达文,第539页。

③ 参见布里克利、利斯和史密斯:“所有权结构与关于反收购条款修正案的表决”,载《财务经济科学刊》1988年的,第20卷,第267页。

④ 参见斯特里克兰、怀尔斯和曾纳:“联合股东协会的一曲安魂弥撒:小股东是否能发挥更有效的监督作用”,载《财务经济科学刊》1996年,第40卷,第324页。

⑤ 参见瓦哈尔:“退休基金积极活动主义与公司业绩”,载《财务与数量分析学刊》1996年,第31卷,第4页。

⑥ 前引布里克和钱达文,第551页。

⑦ 前引伯利和米因斯文,第84—85页。在戈登的155家公司样本里,112家的管理者持股比例在5%以下,约40%的公司,其全部管理者的持股比例不及全部表决权股票的1%,超过半数的公司,其管理者所控制的表决权股票比例的平均数不超过5.52%中位数为1.74%)。前引[2],第373页。

⑧ 前引赫尔曼文,第92页表3.13。赫尔曼同时还认识到,除了直接的相当可观的直接持股外,最大公众公司的管理者还非常普遍地拥有股票期权。

10%，在20%的样本公司里，管理者持股比例超过20%。^①迈克尔森和芭琪的数据则表明，在1973年，1978年和1983年三年里，240家上市公司的管理者与董事的平均所控制的表决权股票比例分别达到19.8%、20.5%和18.5%。^②麦克康奈尔和瑟维斯同样证实，在1976年，美国1173家公司的管理者与董事会成员的平均持股比例维持在13.9%左右，而在1986年，1093家公司的管理者与董事会成员的平均持股比例也控制在11.84%上下。^③白尔德和希克曼的数据则表明，1980年至1987年之间，111家纽约股票交易所和美国股票交易所上市公司的各类董事的持股比例合计达19.1%。^④斯夫达萨尼的相关证据也显示，从1980年到1988年，样本公司董事与高层管理人员的平均持股比例分别为12.19%和7.19%。^⑤希梅尔伯格、哈伯德和帕利亚关于Compustat数据库的398家样本公司的统计结果表明，这些公司所有管理者于1982年的平均持股比例大致为23.6%。^⑥丹尼斯和萨林对1983年到1992年之间的583家公司的描述统计显示，高层管理人员的平均持股比例为7.22%，而管理者与董事的持股比例则达15.74%，而且“相当稳定”^⑦霍尔德内斯、克罗思纳和希恩的分析结果表明，过去六十年内，1419家公司管理者平均持股比例从1935年的12.9%提高到1995年4202家公司的21.1%。^⑧以上所有的证据均表明，从20世纪70年代到90年代的二十年里，随着管理者（包括董事）持股比例的增加，管理者本身正逐渐成为所有者，大公众公司的控制权和所有权已从伯利和米因斯笔下的分离走向一定程度的结合。^⑨难怪拉纳当年就断言：“伯利和米因斯在1929年看到一场正在进行之中的‘管理者革命’。现在，30年之后，这场革命趋向于结束了，至少在200家最大的非金融公司的范围内是如此。”^⑩卢埃林同样认为，从1940年到1963年，样本公司高级管理人员的持股比例增长了4倍多，因此，“尽管所有权与管理职能的

① 参见莫克、施莱弗和维斯尼：“管理者所有权与市场价值评估——一项实证分析”，载《财务经济学刊》1988年，第20卷，第297页。

② 前引迈克尔森和芭琪文，第267页表1。在另一篇论文里，迈克尔森所给出的内部人（包括管理者、董事及其他相关人）的持股比例更高，达48.6%。不过，迈克尔森承认，他所研究的44家样本公司规模太小，与大公众公司相比“可能不合适”。参见迈克尔森：“限制表决权普通股股票类型的产生与股东财富”，载《财务经济学刊》1987年，第18卷，第319页。

③ 见麦克康奈尔和瑟维斯：“权益所有权与公司价值的附加证据”，载《财务经济学刊》1990年，第27卷，第600页。

④ 参见白尔德和希克曼：“外部董事是否能够监督管理者？”载《财务经济学刊》1992年，第32卷，第202页。

⑤ 前引斯夫达萨尼文，第181页表3。

⑥ 参见希梅尔伯格、哈伯德和帕利亚：“管理者所有权决定因素及所有权与业绩表现之间关系的理解”，载《财务经济学刊》1999年，第53卷，第362页。

⑦ 参见丹尼斯和萨林：“公众上市公司的所有权与董事会结构”，载《财务经济学刊》1999年，第52卷，第192页表2、第197页和第205页。

⑧ 前引霍尔德内斯、克罗思纳和希恩文，第441页表2。霍尔德内斯等人注意到，同一期间，样本公司的规模增加了四倍，总资产从1935年的12.93亿美元增加到1995年的67.47亿美元，权益总价值从1935年的6.47亿美元增加到1995年的27.91亿美元。因此，管理者持股比例的提高不是上市公司规模的减少所致。同上，第440—451页表1和第454页。

⑨ 此外，赫尔曼同时注意到：“管理者除了直接拥有相当大比例的所有权，大公司的高级管理人员还常常享有股票期权及参与其他一系列将高层管理人员的收入与股票及盈利业绩表现想联系起来的激励计划。……管理者的所有权及以所有权为基础的收入，其数额确实是如此之大以至于它能把管理者的利益与股东的利益一致起来。”

⑩ 前引拉纳文，第786—787页。

分离确实清楚地存在。看起来他们在金钱利益上并没有得到显著的分隔。”^① 所以，伯利和米因斯声称“所有者——管理者的纪元已经过去了”的论断并不正确，“显而易见，所有者——管理者关系并没有从大公司中完全消失掉。”^② 霍尔内斯、克罗思纳和希恩也深刻地指出：“（伯利和米因斯）声称‘单个企业所有权的分散……已经走得很远了，它正快速地提高，看起来似乎是（现代公司制度）一种不可避免的趋势……尽管如此，……与普遍接受的见解相反，公众上市公司的管理者持股比例在1995年要比其在1935年来得高。……然而，管理者持股比例的提高必须要被看成是自大萧条以来美国公司治理一个最为重要的发展。”^③ 可见，管理者革命的停滞与管理者持股比例的增加是对伯利—米因斯命题的第二个重大挑战。

三、大股东的出现对分散结论的挑战

那么，现代学者是如何解释伯利—米因斯命题所面临的重大挑战呢？关于现代公司所有权与控制权分散与分离问题的主流文献又有何新的发展？围绕伯利—米因斯命题，七十年间主要在管理学、经济学和社会学上形成了三大部分主流文献。从二十年代30年代到70年代初以管理学上的管理者主义和经济学上的企业利润最大化理论为主要内容，^④ 包括戈登（1945）、凯森（1957）、鲍莫尔（1959）、马里斯（1964）、威廉姆森（1964）、西蒙（1966）、加尔布雷思（1967）、杜利（1969）、马塞（1971）、贝尔（1973）以及钱德勒（1977）等，其中管理者主义并在60年代得到了拉纳（1966）、蒙森、迟和库利（1968）、坎默斯切（1968）以及帕尔默（1973）等人的实证检验。60年代末以扎德（1969）和蔡特林（1974）为杰出代表的社会学家重新挑起伯利—米因斯命题的争议。^⑤ 80年代后关于伯利—米因斯命题的争论又让位给了财务经济学家和法学家。而正是财务经济学家和法学家一方面从伯利—米因斯命题结论一出发，最终产生了关于大股东作用问题的激烈论争，另一方面从伯利—米因斯命题结论二出发，形成了关于管理者持股与公司业绩表现关系的大量实证检验，从而带动了主流理论的进展。^⑥

按照伯利—米因斯命题的结论一，在大公司所有权高度分散下，“绝大部分公司里，不再由占支配地位的股东个人所控制。相反，不存在占支配地位的股东……”^⑦ 布里克和钱达指出，伯利和米因斯只考虑因股权分散所产生的管理者与股东之间所有权和控制权分离的难

① 参见卢埃林：“大公司里的管理者与所有权”，载《财务学刊》1969年，第24卷，第320页。

② 同上文，第313页。

③ 前引霍尔内斯、克罗思纳和希恩文，第434—466页。

④ 管理学上的管理者主义标志着企业利润最大化目标的终结。前引明茨和施瓦茨文，第21页。

⑤ 社会学家认为，伯利—米因斯命题从分散的角度曾担心出现社会经济权力集中在管理者手中，从而导致管理者主义对资本主义取代。从分离的角度，伯利和米因斯认为，如此将不仅造成管理者不需要对挑选他们的股东负责，也无须对依靠他们的公众和社会负责，因此缺失了公司社会责任，违反了杰斐逊所订立的传统。但是社会学家更感兴趣的事情显然包括所有权的分散可以使现代公司成为公共所有，由此出现人民资本主义（*peoples' capitalism*）以及所有权和控制权的分离可以扩大社会民主，从而建立不只是埋头追求利润的“高尚公司”等社会问题。参见：前引米兹鲁奇文，第579—592页以及凯森：“现代公司的社会意义”，载《美国经济评论》1957年，第47卷，第311—319页，蔡依林：“公司所有权与控制权：大公司与资本主义阶级”，载《美国社会学学刊》1974年，第79卷，第1073—1119页。

⑥ 参见沈艺峰：《管理者主义：一堆散乱历史文献的整理》（工作稿）。

⑦ 前引伯利和米因斯文，第117页。

题,很大程度上受到他们的影响,现代代理理论也就把注意力放在分散化股东与公司管理者之间的代理关系方面。^①因此,在伯利和米因斯年代里,大股东作用的问题并没有被提出来。赫尔曼相当明确地指出:“那个时期,绝对多数所有权控制并不太重要。……控制公司的股东在所有其他情况下最多也只是掌握了少数表决权股票。”^② 赫尔帕加诺和罗尔也注意到,在存在大量分散化股东的公司里“股东很少有动机去激励管理者,防止管理者将其自身个人利益置于公司股东利益之上。”^③ 然而,由于七十年间伯利—米因斯命题所描述的所有权结构发生了显著变化,大公众公司所有权逐渐集中、大股东的出现和机构投资者的形成等等,使得大股东的作用到20世纪80代中期开始被得到认识。正如丹尼斯和麦克康奈尔所指出的:“从80年代末期开始,已出现的研究认识到许多美国公司事实上存在持有相当比例股票的内部人或拥有相当数量股票的股东。”^④ 20世纪80代中后期相继发表的两篇重要论文提出了大股东在现代公司治理中作用的两派截然不同的观点,一派以德姆塞茨为首,另一派以施莱弗和维斯尼为代表。

大股东作用无关论 在1983年的文章里,德姆塞茨曾指出,对伯利和米因斯来说,所有权分散及其所产生的所有权与控制权分离“破坏了”私有制与有效资源利用之间的联系,从而降低了管理者实现利润最大化的动机,“严重损害了私有财产的社会功能。”^⑤ 但是,德姆塞茨认为,伯利和米因斯的上述思想来源于两个概念:经济理论上的企业概念与真实生活中的现代公司概念。前者与利润最大化有关,后者则与管理者个人利益有关。德姆塞茨认为,把此两个概念混淆起来完全是个错误。其错误之处在于没有弄清楚新古典经济学的主要目标在于了解价格体系如何协调资源的运用,而不是真实生活中企业内部如何运作。德姆塞茨强调:“一个人不能简单地断言分散的所有权无法达到利润最大化或企业价值最大化,或者断言它无法达到资源的有效配置。”^⑥ 德姆塞茨1983年的文章里实际上包含了如下一个推论:“所有权的集中度与收益率应该是不相关的。”^⑦ 相反,在伯利—米因斯命题下,“意味着所有权集中度与利润率之间存在一种正相关关系。”^⑧ 不过,当时德姆塞茨并没有对这一关系进行过检验。^⑨ 两年后,德姆塞茨和莱恩在他们的论文里设计了如下实证检验。他们分别以前五位大股东、前二十位大股东和赫芬达尔指数作为衡量所有权集中度的标准,以平均会计收益率作为代表性收益率,在控制总资产等变量后,德姆塞茨和莱恩的实证结果表明,所有权集中度与收益率之间“不存在显著的关系…特别是没有显著的正相关关系。”^⑩ 由此,德姆塞茨和莱恩得到他

① 前引布里克和钱达文,第530页和第544页。

② 前引赫尔曼文,第67页。

③ 参见帕加诺和罗尔:“股权结构的选择、代理成本,监督与公开发行业决策”,载《经济学季刊》1998年,37卷,第187页。

④ 参见丹尼斯和麦克康奈尔:“国际性公司治理”,载《财务与数量分析》2003年,第38卷,第9—10页。

⑤ 参见德姆塞茨:“所有权结构与企业理论”,载《法律与经济学学刊》1983年,第26卷,第375页。

⑥ 同上文,第384页。

⑦ 前引德姆塞茨和莱恩文,第1174页。

⑧ 同上文,第1174页。

⑨ 德姆塞茨只是提供了一份关于公司管理者与董事持股比例的简单的描述性统计数据报告。在1973年至1982年间,55家列入《财富500》里的样本公司中,管理者与董事的平均持股比例为17.5%。因此,德姆塞茨认为:“所有权与控制权并没有像假想的那样如此分离。”前引,第388页。

⑩ 前引德姆塞茨和莱恩文,第1166页表9。

们想要的结论：“数据没能给伯利—米因斯命题提供任何支持，”“（他们）对伯利—米因斯命题产生怀疑。”^①也可以说，德姆塞茨和莱恩实际上否定了大股东在监督管理者与提高公司业绩方面的作用。^②在近期的一篇文章里，德姆塞茨和比利亚朗埃认为公司所有权结构不仅应被看成是一个内生变量而且不同持有者应该被看成具有不同的利益，因此，他们的模型把公司所有权结构设计为内生变量，然后深入分析管理者持股比例和前五大股东持股比例作为公司所有权结构的衡量标准对公司业绩表现的不同影响。^③德姆塞茨和比利亚朗埃的检验结果表明，管理者持股比例的参数估计值为正，前五大股东的持股比例的参数估计值为负，管理者持股比例与前五大股东的参数估计值在统计上均不显著。德姆塞茨和比利亚朗埃将其解释为所有权分散的好处正好被其坏处所抵消。德姆塞茨和比利亚朗埃指出：“检验证据支持了所有权结构为内生变量的观点，但不支持所有权结构影响公司业绩表现的观点。”^④德姆塞茨等人的以上观点基本上符合了管理者主义文献里坎默斯切等人的检验证据。^⑤

大股东作用有关论 较多的学者却持与德姆塞茨等人不同的观点，他们认为大股东在监督管理者与提高公司业绩方面发挥了积极的作用。例如施莱弗和维斯尼于1986年发表在《政治经济学刊》上的“大股东与公司控制”一文中指出，在一个不完美且进化中的世界里，管理者不能独善其身，以前凯森就说过：“现代公司里管理者所能做的不可能比企业管理者永远想要做的来得多。”^⑥那么，谁来监督管理者以提高公司业绩呢？施莱弗和维斯尼自问自答，“这一职能由大股东来执行，”“我们期望…特别是（持股）多的个人投资者和公司投资者能监督管理者。”^⑦施莱弗和维斯尼甚至还认为，即使大股东本身无法对管理者进行监督，他们也会发起收购或为第三方收购提供便利。因此，施莱弗和维斯尼觉得大股东具有一定的价值。施莱弗和维斯尼说：“大股东具有足够大的相关利益以支付他们去监督在职管理者。一旦较高的利润证明此变化值得，他即会试图贯彻实施下去。由于他们在股票上获利，所有的股东均受益。”^⑧

应该说，施莱弗和维斯尼只是建立了一个大股东在监督管理者与提高公司业绩方面发挥作用的简单模型，他们并没有进一步进行实证检验。这方面最有名的检验后来主要由霍尔德

① 前引德姆塞茨和莱恩文，第1176页和第1155页。

② 德姆塞茨和莱恩的实证检验结果可以被看成是对格罗斯曼和哈特观点的佐证。格罗斯曼和哈特在他们的文章里指出，假设现有管理者没有从股东利益最大化出发行事，股东可以通过要约收购来赶走管理者。但为了运行要约收购则必须付出真实资源。可每一位股东所拥有的股票如此之少，以至于无论他们是否接受与否都无法改变要约收购的结果。所以，当这些小股东觉得收购方将在收购后改善公司业绩时，他们会保留股票在手，而不愿接受收购要约，即在这些小股东中出现免费乘车问题。收购方承担全部收购成本而只能获得一小部分利益，最终导致收购要约无法实行。参见格罗斯曼和哈特：“收购出价、免费乘车难题及公司理论”，载《贝尔经济科学》1980年，第11卷，第42—64页。麦克康奈尔和瑟维斯的证据同样支持这一观点。前引麦克康奈尔和瑟维斯文，第601页。

③ 前引德姆塞茨和比利亚朗埃文，第215页。

④ 同上文，第211页。

⑤ 坎默斯切对1959—1964年之间最大200家非金融机构的公司数据进行实证检验，他的检验证据表明，不同控制类型并非是大公司利润率的持续决定因素，也无法解释200家大公众公司之间的利润率差异。见坎默斯切：“所有权与控制权对利润率的影响”，载《美国经济评论》1968年，第58卷，第432—447页。

⑥ 前引凯森文，第313页。

⑦ 参见施莱弗和维斯尼：“大股东与公司控制”，载《政治经济科学》1986年，第94卷，第162页。

⑧ 同上文，第163页。

内斯和希恩等人所完成。霍尔德内斯和希恩重点讨论持股比例在百分之五十以上但少于百分之百的绝对多数股东，这是霍尔德内斯和希恩实证检验的特色。霍尔德内斯和希恩指出，如果大股东的目的是为了盘剥公司，那么，他们的持股比例只要达到刚刚好能够确保他们的绝对控股地位的水平就可以了（例如 51%），超出这一水平既不能让他们的剥削更容易，也无法赋予他们更多的决策权利，反倒降低了他们所持股票的价值。但是，霍尔德内斯和希恩发现，在 114 家上市公司样本里，绝对多数股东的平均持股比例达到 64%，即使考虑到超表决权条款，也只有 36% 样本公司的绝对多数股东持有超过 66% 比例的公司股票。此外，霍尔德内斯和希恩认为，为了评估大股东对企业价值变动的影响，方法之一就是研究涉及公司绝对多数持股比例的大宗股票交易。因此，霍尔德内斯和希恩深入分析样本公司股票价格对 31 次公告大宗股票交易所出现的市场反应。他们发现：就全部 31 次公告而言，公告日和公告期的平均超常收益率均显著为正。霍尔德内斯和希恩认为，这一证据与妄称绝对多数主要是为了盘剥公司财富的假说是“不相一致”的；同时，他们还发现，在 14 家完成大宗交易的上市公司里，10 家公司的三大高层管理人员在交易完成后一年内即遭撤换，其中 8 家的三大高层管理人员全部被撤换。董事会主席也遭受相类似的命运，有 9 家的董事会主席被撤换。霍尔德内斯和希恩认为：“这些数据同样说明绝对多数股东在挑选高层管理团队和董事会的其他成员时发挥了一种积极的作用。”^① 综合上述证据，霍尔德内斯和希恩认为，妄称绝对多数股东盘剥公司财富的假说与他们的证据“并不一致”，绝对多数股东之所以持有绝对多数股权比例，不仅是因为他们重视对管理者的监督，而是因为绝对多数股权比例能给他们带来“管理上的利益”，霍尔德内斯和希恩反复强调一句话：“绝对多数股东不只是仅仅监督管理团队，他们带领着管理团队。”^② 以施莱弗和维斯尼维代表的理论观点和以霍尔德内斯和希恩为主的检验证据重新证实了蒙森、迟和库利以及帕尔默等管理者主义所得到的早期结论。^③

（未完待续）

^① 前引霍尔德内斯和希恩文，第 331 页。布里克利、利斯和史密斯以及阿格雷沃和曼德尔克等都提供了相同的证据。前引布里克利、利斯和史密斯文，第 285 页。另见阿格雷沃和曼德尔克：“大股东与管理者的监督：公司章程反收购修正案的例子”，载《财务与数量分析学刊》1990 年，第 25 卷，第 143 页。

^② 同上文，第 319 页。第 325 页同样有“简而言之，绝对多数股东典型地带领着管理团队”之语，在第 345 页，霍尔德内斯和希恩也写到“我们样本里的绝大部分个人绝对多数股东不仅仅只是监督管理团队，他们带领着管理团队。”

^③ 前引沈艺峰文。