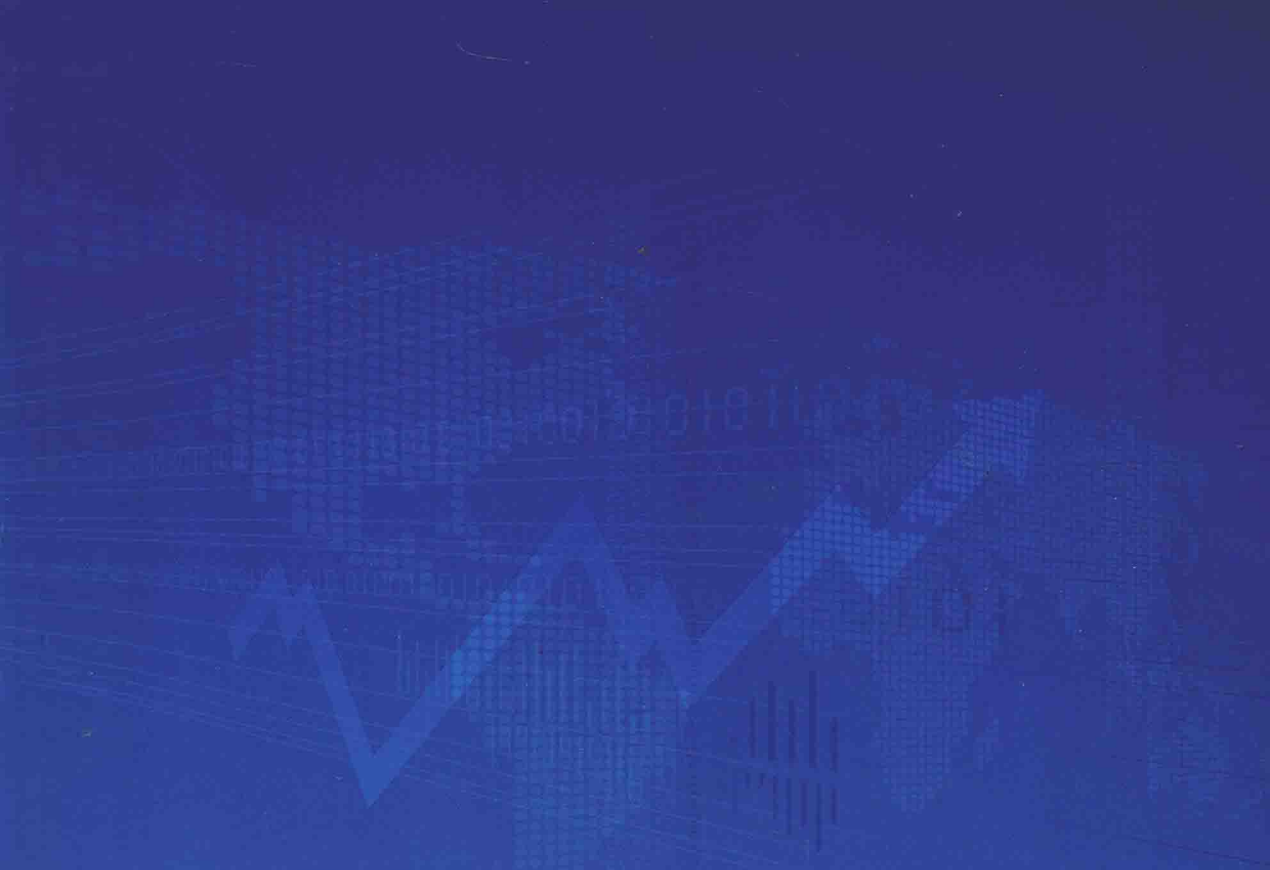




投资者法律保护、 政治关联与经济后果研究

Legal Investor Protection,
Political Connections and Economic Consequences

许年行 / 著



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

投资者法律保护、政治关联与经济后果研究

**Legal Investor Protection, Political Connections and
Economic Consequences**

许年行 著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

投资者法律保护、政治关联与经济后果研究 / 许年行著.

北京: 中国经济出版社, 2014. 5

ISBN 978 - 7 - 5136 - 3170 - 9

I. ①投… II. ①许… III. ①证券法—研究—中国 IV. ①D922. 287. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 063207 号



责任编辑 严 莉

责任审读 贺 静

责任印制 马小宾

封面设计 华子图文

出版发行 中国经济出版社

印 刷 者 北京市媛明印刷厂

经 销 者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 15.25

字 数 238 千字

版 次 2014 年 5 月第 1 版

印 次 2014 年 5 月第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 3170 - 9

定 价 48.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

(举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 68344225 88386794

前 言

纵观近年来主流财务学文献的发展轨迹,财务学的研究发生了一系列方向性的变化,其中一大发展趋势是财务学与其他学科进行交叉研究,包括财务学与法律、财务学与政治学、财务学与心理学、财务学与社会文化、财务学与媒体这五大研究热点。2005年美国著名财务学家 Ritter 曾指出:“与过去研究范式相比,现在财务学研究的最新进展之一是越来越关注于法与金融,尤其是公司治理方面的研究。”

本书将在借鉴国内外文献的基础上,结合我国制度背景,从“财务学与法律”即“法与金融”和“财务学与政治学”即“政治关联与公司财务”这两大主题入手,对如下五大内容进行深入总结、分析与实证检验:投资者法律保护的中国实际与国际比较、上市公司政治关联的现状与特征、投资者法律保护与控制权私利关系、政治关联与投资—现金流敏感度的关系、政治关联与投资者法律保护执法效率之间的关系。具体来说,首先将对“法与金融”和“政治关联”这两批文献进行系统地回顾和评述,进而深入分析我国投资者法律保护的现状与国际比较,并对我国上市公司高管政治关联情况进行全面的统计和分析。在此基础上,分别实证检验我国投资者法律保护(立法层面)与控制权私利的关系、政治关联对投资—现金流敏感度的影响。最后,考察投资者法律保护与政治关联之间的相互影响,即检验政治关联是否影响投资者法律保护的执法效率。本书的研究,对于全面认识投资者法律保护与政治关联在我国现状、特征及其在公司财务决策中所扮演的角色具有重要的理论价值,同时,对于如何提高我国投资者法律保护水平,特别是执法效率,从而真正保护中小投资者利益并最终促进资本市场的健康发展,

也具有重要的现实启示和政策建议。

本书共分为七章,各章的主要内容如下:

第一章为文献综述,分别对法与金融、政治关联与公司财务这两批文献研究的主要内容、存在的问题及未来研究方向进行系统地回顾和评述。

第二章为投资者法律保护的中国实际和国际比较,包括从立法和执法两个层面分析中国投资者法律保护的现状,并比较中国和其他国家在投资者法律保护上的差异。

第三章介绍中国上市公司政治关联的现状和特征,包括从高管人员不同职位、最终控制人性质、高管人员的来源等角度统计我国上市公司高管人员的政治关联情况及其基本特征。

第四章研究投资者法律保护与控制权私利的关系。该章从时间序列上检验随着投资者法律保护在立法水平上不断提高和完善,控制权私利是否逐渐降低。

第五章研究政治关联对“投资—现金流敏感度”的影响。该章实证检验高管政治关联是否对民营企业的“投资—现金流敏感度”产生影响,并从“过度投资”和“投资不足”两个方面进一步分析政治关联影响“投资—现金流敏感度”的具体机制。

第六章研究政治关联对投资者法律保护执法效率的影响。该章实证检验政治关联是否会削弱中小投资者法律保护的执法有效性,并从“违规查处及时性”和“高管变更”两方面进一步考察政治关联影响执法效率的具体路径。

第七章为全书总结,包括研究结论与启示、主要贡献、研究的局限性及未来的研究方向。

本书主要的研究结论如下:

第一,中国投资者法律保护在立法上取得显著进展,“抗董事指数”达到3,高于其他法国法系和德国法系国家,仅低于普通法系国家。但在执法上,中国投资者法律保护的执法水平,特别是“法律规则”和“腐败”上,远远低于世界平均水平。因而,今后改革的重点是提高投资者法律保护的执法效率。

第二,高管政治关联对于我国上市公司来说是一种普遍现象,并且我国上市公司高管人员的政治关联情况随高管人员不同职位、最终控制人性质、高管人员的来源等因素的变化而存在较大差异。

第三,我国证券市场的控制权私利仍然处于较高水平,在中小投资者法律保护逐渐发展的不同阶段,控制权私利存在显著差异:在1999年以前法律保护较差的阶段,法律不能有效约束控股股东对中小股东的剥削;但在2000年以后,随着中小投资者法律保护的加强,控股股东获得的控制权私利不断降低。

第四,对于我国民营上市公司来说,政治关联公司的投资—现金流敏感度低于非政治关联公司的投资—现金流敏感度。并且,在融资约束公司,政治关联的这种影响更为显著,但在不同公司治理水平公司,政治关联的影响不存在显著差异,说明政治关联通过降低外部融资成本而减轻了“投资不足”问题,并且“投资不足”问题比“过度投资”问题显得更为重要。

第五,政治关联对投资者法律保护的执法效率有显著影响:(1)监管部门对政治关联公司的违规查处存在时滞效应,其惩处周期显著长于无政治关联公司;(2)在处罚公告前一年和后一年,政治关联公司高管的被迫离职率显著低于非政治关联公司;(3)违规处罚公告时,政治关联公司的负向市场反应大于非政治关联公司,且这种现象主要表现在国有样本里。这说明,政治关联会通过干扰“违规查处及时性”和“高管变更”来削弱中小投资者法律保护的执法有效性,从而不利于中小投资者利益的保护。

本研究具有一定的探索性,研究的主要改进和创新体现在如下几个方面:

第一,在“法与金融”研究方面,本书的贡献主要体现在:(1)系统归纳总结和比较不同学者构建的投资者法律保护指数,特别是比较了中国与其他国家在投资者法律保护上的差距,为其他学者使用投资者法律保护的相关指标提供了参考;(2)从时间序列视角率先开展我国投资者法律保护与控制权私利的研究,为“法与金融”学说的重要思想“投资者法律保护的差异决定了控制权私利的水平,导致了投资者保护效率的差异”提供来自新兴市场

国家的新证据。

第二,本书系统收集不同类型高管人员不同行政级别的政治关联情况,并且从高管人员不同职位、最终控制人性质、高管人员的来源等角度统计我国上市公司高管人员政治关联的基本特征,从而有助于全面了解我国上市公司政治关联的概况、程度和特征,也为进一步开展相关实证研究提供重要的参考。

第三,在政治关联与公司投资行为的研究方面,不同于Chen, Sun, Tang和Wu(2011)发现政治关联会影响投资效率的研究,本书侧重于投资—现金流敏感度的分析,即政治关联通过降低投资对内部现金流的依赖来提高投资效率,因而本书的研究提供了一种政治关联增加公司价值新的影响机制。

第四,在政治关联对投资者法律保护执法效率的研究方面,本书的贡献主要体现在:(1)不同于以往文献,本书将政治关联与投资者法律保护的执法效率相联系,研究政治关联对违规查处及时性、违规公司高管变更和处罚公告市场反应的影响,并且发现了政治关联影响投资者法律保护执法效率的两种重要影响路径:延缓监管机构对违规公司的“查处及时性”和干扰违规公司的“高管变更”,从而深化了我们对政治关系如何影响执法效率的认识;(2)相对于关注投资者法律保护经济后果的大量文献,目前研究投资者法律保护实施影响因素的文献仍很少,本书发现,政治关联会影响市场监管的有效性,从而削弱了监管对司法执行的替代作用,这说明政治关联是影响中小投资者法律保护的一个重要因素;(3)在研究方法上,本书则采用违规处罚上市公司作为研究对象,不仅分析了“处罚公告时”的市场反应,而且分析了“处罚公告前”监管部门对违规公司的查处及时性和“处罚公告前后”违规公司的高管变更,因而从事前、事中和事后三个维度更加全面、完整地分析政治关联对投资者法律保护的影响,也为其他相关研究提供可资借鉴的分析视角和研究方法。

目 录/Contents

第一章 文献综述	1
第一节 “法与金融”研究述评	1
一、“法与金融”兴起的理论背景	2
二、“法与金融”研究的主要内容	20
三、“法与金融”研究存在的问题	26
四、未来研究的发展趋势	31
第二节 政治关联与公司财务研究述评	35
一、政治关联的定义与度量	35
二、政治关联的影响因素	36
三、政治关联对公司价值的影响	38
四、政治关联对公司财务政策与行为的影响	42
五、国内研究现状	45
六、存在的问题与未来研究方向	47
第二章 投资者法律保护:中国实际与国际比较	48
第一节 投资者法律保护的比较	48
一、LLSV 构建的投资者法律保护指数	48

二、Pistor 构建的投资者法律保护指数	51
三、Spamann 构建的投资者法律保护指数	54
第二节 投资者法律保护的中国实际	56
一、中国投资者法律保护水平——立法层面	56
二、中国投资者法律保护水平——执法层面	68
第三节 投资者法律保护:中国与世界的比较	70
第四节 本章小结	72
 第三章 中国上市公司政治关联的现状与特征	74
第一节 我国上市公司政治关联的基本概况	74
一、政治关联定义与数据来源	74
二、我国上市公司政治关联基本概况	75
第二节 我国上市公司政治关联的基本特征	79
一、按不同职位统计政治关联情况	79
二、按最终控制人性质统计政治关联情况	89
三、按关联高管是否来自公司注册地统计政治关联情况	91
四、按不同地区统计政治关联情况	93
五、按不同地区和不同职位统计政治关联情况	97
第三节 本章小结	99
 第四章 投资者法律保护与控制权私利关系的实证检验	101
第一节 控制权私利的定义和度量	103
一、控制权私利的定义	103
二、控制权私利的分类	104
三、控制权私利的度量	105
第二节 控制权私利相关文献综述	106
一、控制权私利的主要研究问题	106
二、LLSV 的相关研究	106
三、其他相关研究综述	107

四、国外经典文献估计的控制权私利水平	109
第三节 研究设计	111
一、样本的选取	111
二、样本期间的划分	112
三、法律分值的设定	112
四、变量的定义与检验模型的设定	112
第四节 实证结果与分析	115
一、描述性统计分析	115
二、中小投资者法律保护对控制权私利影响的检验结果	117
第五节 本章小结	120
第五章 政治关联与投资—现金流敏感度关系的实证检验	122
第一节 中国民营企业及其政治关联的制度背景分析	124
第二节 理论分析与研究假设	125
一、政治关联与公司投资行为	125
二、政治关联、融资约束与投资不足	126
三、政治关联、公司治理与过度投资	126
第三节 研究设计	127
一、研究样本	127
二、研究设计	128
第四节 实证结果与分析	133
一、描述性统计分析	133
二、回归结果分析	135
三、稳健性测试	144
第五节 本章小结	147
第六章 政治关联与投资者法律保护执法效率关系的实证检验	151
第一节 理论分析与研究假设	153
一、政治关联与违规查处及时性的关系	153

二、政治关联与违规公司高管离职的关系	154
三、政治关联与违规处罚公告市场反应的关系	155
第二节 研究设计	156
一、样本数据	156
二、变量的选择和度量	158
三、检验模型	163
第三节 实证结果分析	163
一、政治关联与违规查处及时性	164
二、政治关联与违规公司高管变更	167
三、政治关联与违规处罚公告市场反应	171
四、稳健性检验	179
第四节 本章小结	197
 第七章 主要结论、贡献和启示	 198
第一节 主要研究结论	198
第二节 本书的主要贡献	201
第三节 研究启示、不足和未来研究方向	203
一、研究启示	203
二、不足之处	204
三、未来研究方向	205
 参考文献	 207
致 谢	231

第一章 文献综述

纵观近年来主流财务学文献的发展轨迹,财务学的研究发生了一系列方向性的变化,其中一大发展趋势是财务学与其他学科进行交叉研究,包括财务学与法律、财务学与政治学、财务学与心理学、财务学与社会文化、财务学与媒体这五大研究热点。本章将对其中的“财务学与法律”即“法与金融”和“财务学与政治学”即“政治关联与公司财务”这两大热点问题的相关文献进行系统的分析和评论。

本章结构安排如下:第一节回顾和评述“法与金融”的相关研究;第二节回顾和评述“政治关联与公司财务”的相关研究。

第一节 “法与金融”研究述评^①

2005 年美国著名财务学家 Ritter 指出:“与过去研究范式相比,现在财务学研究的最新进展之一是越来越关注于法与金融,尤其是公司治理方面的研究。”(Ritter,2005)为此,本节系统地回顾和总结“法与金融”兴起的理论背景、“法与

^① 本节部分内容发表于《管理科学学报》2008 年第 1 期。具体可见:许年行、赖建清、吴世农:“公司财务与投资者法律保护研究述评”,《管理科学学报》,2008 年第 1 期,第 101-109 页。

金融”研究的主要内容、“法与金融”研究存在的问题和“法与金融”未来的研究方向。

一、“法与金融”兴起的理论背景

(一) 第一个转变:从股权分散到股权集中

作为“法与金融”研究的领军人物,La Porta, Lopez - de - Silanes 和 Shleifer (1999,简称 LLS)在其代表作之一“全球范围内公司的所有权”里,曾以如下一段话作为他们对 27 个富裕国家大公司股权结构调查结果的总结:

“我们的结论描绘了一幅现代公司所有权结构的画卷,这不同于 Berle 和 Means 所认为且被财务学文献广泛接受的现代公司所有权结构。Berle 和 Means 式的分散化公司只是最富有的普通法国家大公司的一种普遍的组织形式,其中之一的一个国家,就是 Berle 和 Means 所强调的美国。当我们看看美国之外的其他国家,特别是投资者法律保护较差的国家,即使最大公司也存在控股股东。这些控股股东有时是国家,但更多的是家族,通常是家族创始人或继承人。”^①

透过这段话,LLS(1999)想表达两层意思:第一,对于美国之外的其他国家,公司的股权结构已趋于相当程度的集中,分散化的股权结构只是一种“例外(exception)”,^②并非“普遍存在(universal)”。^③第二,伴随着股权结构的集中,“对于大多数公司而言,所有权与控制权分离所带来的问题已经不是很重要”,^④而且,“不是 Berle 和 Means 所描述的那种问题。大公司不是由没有股权且不对股东负责的职业经理人经营,而是控股股东……”^⑤所以,“在绝大多数国家,公司财务理论应该关注控股股东是有益于中小股东还是剥削中小股

① 见 La Porta R., F. Lopez - de - Silanes, and A. Shleifer, 1999, Corporate ownership around the world, *Journal of Finance*, 54, P511。

② 同上,P496,498。

③ 同上,P474,498。

④ 同上,P501。

⑤ 同上,P511。

东。”^①换句话说,公司所有权和控制权已趋于融合。

LLS(1999)的研究结论至少动摇了 Berle 和 Means(1932)的巨著——《现代公司和私有财产》赖以成名的三大命题(proposition)中的两个:所有权的分散、所有权和控制权的分离。^②那么从 Berle 和 Means(1932)到 LLS(1999),在这将近 70 年的时间里,全球范围内(包括美国)上市公司的所有权结构是如何从分散走向集中?所有权和控制权又是如何从分离走向结合的呢?为了回答这两个问题,我们必须回到 20 世纪 30 年代,去看看 Berle 和 Means 所描述的上市公司的股权结构是怎样一种状态。

为了论证第一个命题,Berle 和 Means 以 1929 年 200 家最大的非金融类公司为样本,并分别以铁路、公用事业和工业三个行业中规模最大的三家公司——宾州铁路公司(Pennsylvania Railroad)、美国电话电报公司(AT&T)和美国钢铁公司(The United States Steel Corporation),来说明所有权的分散。据 Berle 和 Means 统计,1929 年底 AT&T 共有股东 469801 人,其中,第一大股东的持股比例只有 0.60%,前 20 大股东的持股比例总和为 4.0%。^③对于规模小于前 20 大公司的中小公司来说,所有权同样相当分散。^④由此可见,“最大公司的所有权已走向巨大的分离状态,而中等规模公司的所有权同样非常分散”。^⑤对于第二个命题,即所有权与控制权的分离,Berle 和 Means 采用如下方法来论述:

① 同上,P474。

② 第三个命题是指,所有权和控制权分离所带来的股东和管理层利益的冲突。见 Stigler, G. J., and C. Friedland, 1983, The literature of economics: The case of Berle and Means, *Journal of Law and Economics*, 26, P238; Leech, D., 1987a, Corporation ownership and control: A new look at the evidence of Berle and Means, *Oxford Economic Papers*, 39, P534。

③ 宾州铁路和美国钢铁公司的股东人数分别为 207188 人和 145566 人,第一大股东持股比例分别为 0.34% 和 0.74%,前二十大股东的持股总和分别为 2.7% 和 5.1%。

④ 例如,资产规模处于 600 万美元至 800 万美元的 42 家小公司来说,6 家公司的股东人数超过 1 万人,27 家公司的股东人数在 500 至 5000 人之间。另据联邦交易委员(FTC)1925 年的一份报告显示,4367 家公司董事和管理者平均只持有 10.7% 的普通股和 5.8% 的优先股。见 Berle, A., and G. Means, 1968, *The Modern Corporation and Private Property*, Revised Edition, New Brunswick, New Jersey, P51。

⑤ 同上,P51。

先根据控制权类型将 200 家公司分为五大类,^①然后观察各类型公司所占比重及其持有资产的比重。他们发现:(1)200 家大公司中 44% 属于“管理层控制”,其控制的资产比重为 58%,只有 11% 公司和 6% 总资产由持股比例超过 50% 的股东持有;(2)以宾州铁路为例,前 20 大股东都不属于管理层,且任何一个管理人员持股比例都不超过 0.1%,总和不超过 0.7%。据此,Berle 和 Means 得到如下结论,“所有权和控制权实际上已经完全分离,大量的所有者没有控制权,而控制者只持有可忽略不计的股权。”^②这段话被 Lewis(1935)形象地比喻为“孪生现象”(twins phenomena)。^③

从 1932 年《现代公司和私有财产》发表至今,有关公司所有权结构、所有权与控制权分离的讨论及其相应的财务学主流文献,大致经历了三个历史发展阶段:第一个阶段,从 1932 年至 1983 年,Berle - Means 命题在所有权研究领域内占据着主导地位,虽然有学者对此命题提出质疑;第二个阶段,从 1983 年至 20 世纪 90 年代中后期 La Porta, Lopez - de - Silanes, Shleifer 和 Vishny(1998,以后简称 LLSV)一系列有关“法与金融”跨国比较文献的出现,Berle - Means 命题受到强烈的批评和反思;第三个阶段,“法与金融”兴起后财务学对所有权结构的讨论,尤其是来自全球范围内不同国家股权结构的证据,对 Berle - Means 命题提出前所未有的挑战。

在第一阶段,即 1932—1983 年,在这长达 50 年的时间里,所有权的分散和所有权与控制权的分离,成为现代公司所有权结构的两大特征,深深影响着几代人对现代公司的认识,其结论也得到后来 Larner(1966),Berle 和 Means

① 这五大类型分别是:(1)“通过几乎完全所有权来控制”(control through almost complete ownership),也称为“私有公司”,此类公司的所有权和控制权集中于同一个人手中,两权几乎完全结合;(2)“绝对多数控制”(majority control),此类公司的两权已走向分离的第一步,小股东丧失了相应的控制权;(3)“通过法律途径控制”(control through a legal device),比如通过金字塔结构、发行无投票权股票等手段来控制,两权进一步分离,小股东被排除在决策中心之外;(4)“少数控制”(minority control),个体或小集团持有的股份足以确保其在股东大会投票中占据主动地位;(5)“管理层控制”(management control),所有权如此分散以至于任何股东都不能通过股权来控制公司,控制权实际掌握在管理层手中,虽然这些管理层持有的股份微乎其微。具体见 Berle, A., and G. Means, 1968, *The Modern corporation and Private Property*, Revised Edition, New Brunswick, New Jersey, P67 - 78。

② 同上,P83。

③ 见 Lewis, B. W., 1935, Berle and Means on the modern corporation, *Journal of Political Economics*, 43, P548。

(1968)的证实。1966年,为了系统评价20世纪60年代前半期200家最大非金融公司管理层实际控制程度,Larner遵循Berle和Means的研究方法,^①对比1929年和1963年200家公司的所有权结构。研究发现:(1)从1929年到1963年,属“管理层控制”的公司从88家上升到169家,几乎翻了一倍,其所占的比例从44%上升到84.5%,其控制的资产比重从58%上升到85%,并且“管理层控制”公司的比例在三大行业的每个行业内均显著上升,成为占绝对主导地位的控制类型;(2)1929年12家“私有公司”到了1963年已经完全消失了:6家被剔出前200强,1家成为“绝对多数控制”,4家成为“少数控制”,1家成为“管理层控制”。由此可见,随着“管理层控制”所占比例的增加,所有权和控制权的分离程度也在提高。这在1968年《现代公司和私有财产》第二版里得到进一步印证。Berle和Means(1968)自己对比了1929年和1966年三大公司股东人数的变化:AT&T的股东人数从1929年的469801人上升到惊人的3080000人,宾州铁路和美国钢铁公司的股东人数同样呈现上升趋势,因此,“毫无疑问,所有权分散仍在继续”。^②至于所有权与控制权的分离,两位学者则引用Larner的统计数据来加以说明。Berle和Means(1968)承认,该书的统计结果在首次出版后受到很多批评,但大多数批评主要集中在有关经济力量趋于集中的分析上,“至于有关所有权分散和所有权与控制权分离的数字,则很少受到挑战。我们可以说,总体上看,该书的统计结果相当站得住脚”。^③这些新证据的发现,进一步加深了人们对Berle—Means命题的认可。

尽管Berle和Means的研究结论被财务学文献广泛引用并成为该领域的主流观点,但实际上,在这一过程中,上市公司的所有权已经开始出现一些微妙的变化。

一方面,所有权已经开始出现集中的趋势,具体体现在机构投资者的出现

① Larner(1966)只对Berle和Means(1932)有关控制类型的分类作一点改动:将属于“少数控制”公司的所有权比例,从20%~50%改为10%~50%。在Larner看来,持有10%以上的股权足以获得控制权。见Larner, R. J., 1966, Ownership and control in the 200 largest nonfinancial corporations, 1929 and 1963, *American Economic Review*, 56, P779。

② 见Berle, A., and G. Means, 1968, *The Modern Corporation and Private Property*, Revised Edition, New Brunswick, New Jersey, P357。

③ 同上, P346。

和机构投资者持股比例的增加。对此, Berle 在 1968 年接受 *Dunn's Review* 杂志专访时已注意到这种变化。

“近年来, 股票越来越集中于机构投资者手中。其中, 力量最强大的是大银行的信托机构……今天, 大约 15 到 20 家大银行通过其信托机构可以投票控制一大部分美国工业……据估计(吓我一跳)到 1970 年, 机构投资者将持有所有在 NYSE 上市公司三分之一的股权, 其总和将达到控制地位。”^①

Berle 之所以对这种变化表示担心, 原因在于机构投资者的出现及其对管理层所起的制衡作用, 将危及先前他们所得结论的准确性, 难怪他建议对机构投资者特别是商业银行和银行控股公司的规模进行限制。不幸的是, Berle 的担心果真被两位学者所证实。Farrar 和 Gorton (1980) 分析了 1969—1978 年上市公司机构投资者的持股情况, 统计结果表明, 机构投资者的持股比例从 1969 年的 34.2% 上升到 1978 年的 43.4%, 而银行信贷机构大约占机构投资者持股总数的三分之二, 是最大的机构投资者。与此同时, SEC 的一份研究报告显示, 到 1969 年底, 前 10 大银行信贷机构、前 10 大投资顾问公司和前 10 大保险公司持有的股票市值分别占流通总市值的 8%、4% 和 2.6%。因此, Farrar 和 Gorton 指出, “自 Berle 和 Means 写书后的前半世纪, 机构投资者已成为公司股票的主要持有者, 并且其增长速度仍将持续。”^②

另一方面, 所有权和控制权分离的程度逐步降低, 开始出现融合的迹象。作为 Lerner 之前为数不多的研究管理层控制程度的研究报告, 1940 年“国家经济临时委员会”(TNEC) 使用与 Berle 和 Means 样本相同但质量更高的数据后发现, 200 家非金融类大公司中有 77 家属于家族控制, 56 家由其他公司控制, 6 家为家族和其他利益集团联合控制, 只有 61 家属管理层控制。可见, 200 家非金融类大公司的两权分离程度并不像 Berle 和 Means 所描绘的那般严重。时隔近 50 年后, Leech (1987b) 再次对 TNEC 的样本进行分析, “虽然这些样本已经过时

① 见 Rosen, G. R., 1992, The new realities of corporate power, *Dunn's Review*, 92, P43-44。

② 见 Farrar, D. E., and L. Gorton, 1980, Institutional investors and concentration of financial power: Berle and Means revisited, *Journal of Finance*, 36, P379。