



经济范式

1

作为经济自然演进 结果的分散所有权

公开上市公司是美国企业的主导形式，在这种形式下，公司股东不直接控制企业，而是在股票交易所买进、卖出股票。为什么？这是因为专业技术使得大公司成为一个工程实体。19世纪末期发展起来的大规模生产技术意味着规模最大的企业生产成本最低——如果将管子的直径加倍的话，它的流量会增加四倍。美国经济横跨整个北美大陆，内部贸易壁垒很低，为实现技术上可行的大规模高效率生产提供了市场。但是要获得规模经济带来的大量产出最终需要投入巨额资本以建造各种设备和分销体系。所需资本从何而来呢？

部分可以来自企业内部留存收益的增加，部分则来自投资者。但是对于个人而言，即使他们组成小团体，也缺乏足够的资本。阿尔弗雷德·钱德勒（Alfred Chandler）描述了作为最早的现代商业企业的铁路的情况：

所有权与管理权很快分离了。建造铁路所需的资本远远超过了购买一座农场、一个纺织厂甚至一只船队所需的资本。因此，单个企业主、家族或几个合伙人组成的小团体几乎不可能拥有一条铁路。大量股东和他们的代表也并不经营铁路。管理任务非常繁重、多变而且复杂。它们需要专门的技术和培训，这只能由专职的支薪经理来指挥，只有在筹集和配置资本、制订财务政策和选择高层管理人员时，所有者或他们的代表对铁路管理才有真正的发言权。^①

即使约翰·洛克菲勒（John Rockefeller）在他的全盛时期——那时他是全国最富有的人——也仅持有美孚石油公司（Standard Oil）的一小部分股权。新技术使得生产和分配的不同阶段实现垂直一体化成为可能。原来通过市场进行的交易——一个企业生产原材料，另一个用它们制造最终产品，再一个负责将这些产品分发出去——现在则内化在一个企业内完成，由经理对生产的各个阶段进行协调。经理人员必须避免生产中每个阶段的短缺，确保从原材料生产到最终销售实现这一过程的平稳进行。对于生产而言，管理和市场交易同

小阿尔弗雷德·D·钱德勒，《看得见的手——美国企业的管理革命》，第 87 页（1977 年）。

样重要。

这些新的大企业不得不从众多分散的股东那里吸收资本，因为股东必须多样化。虽然企业早期的扩张是由自己的收益来提供资金的，但是最终或者是企业的创立者去世后其继承人在证券市场上出售股票，或者是大企业被兼并需要证券市场为兼并者提供资金，或者是企业对资本日益增加的需求已超出了用自己的收益进行融资的能力。在任何一种情况下，最终都不是投资者而是由拥有专门技能的支薪经理接管了对企业日常业务的控制。巨大的企业、专业化的管理人员和分散的股东结合在一起，使得对公司的控制从股东手中转移到管理人员手中，分散的股东和专业化的管理人员是美国大企业最根本的特征。

这已经成为 20 世纪构筑美国大企业的典型模式。企业家创办一个企业，获得成功，并不断扩张，银行不断向它提供资本。最终，企业要向公众发行新股或出售发起人股。对某些企业而言，股票市场的作用是筹集新的资本；对很多其他企业而言，股票市场的作用是为创立者和他们的继承人提供了退出机制以便将他们的投资多元化或变现，而这通常是通过兼并实现的。虽然有时候创立者的后代接手了企业的经营，但更多的情况则是受雇的管理人员扮演这一角色，由于继承人出售他们持有的股票、管理人员在公开市场上筹集新的资本，导致了股权的分散。对另外很多企业而言，19 世纪末期股票市场的主要作用既不是筹集新资本，也不是为创立者的多元化投资提供退出机制，而是为大规模的兼并融资。^①

小阿尔弗雷德·D·钱德勒，《看得见的手——美国企业的管理革命》第 373 页。

尽管现在所有权和控制权分离的缺点引起了人们的注意——由于不是用自己的钱冒险，管理人员可能会追求自身利益而对企业造成损害^①——但是无论从历史还是现状看，所有权和控制权的分离是行得通的。在这种制度下，具有经营能力但没有资本的管理人员得以掌管企业，取代了那些缺乏经营能力的创立者的后代。有时候成功的创立者会变成无能的管理者，因为凭借积聚的财富，他们即使松懈下来也能生活得很好，英国历史上就存在这一问题。创立者继续控制企业，但不能为企业注入活力，而在美国，两权分离虽然产生了一些代理成本，但它使新的有抱负的管理人员掌握了控制权。^②总的来看，竞争和组织机制使两权分离的企业运营得很好。分散的个人一般只持有几百股股票，“当人们注意到企业与单个投资者相比非常巨大时，他们也注意到企业成功地满足了投资者和客户的要求”。^③

在此处以及其他文献中详细记录的企业演进过程中，新的职业管理阶层逐步兴起并掌管了美国企业，他们并未面临持有大量股票、实力雄厚的金融机构的制衡；大多数管理人员做得很好，这意味着缺乏股东制衡过去不是、可能现在也不是一个至关重要的经济问题。当贷款人在高层管理中扮演某种角色时，债务制衡有时就会起作用，但当企业对新资本的需求并不迫切时，贷款人的作用也在高层管理中消失了。金融机构倾向于将权力让渡给高层经理人员。^④ 如果存在更大、

阿道夫·伯利、戈蒂纳·米恩斯，《现代公司和私有财产》（1933年）。

② 小阿尔弗雷德·D·钱德勒，《规模与范围：工业资本主义的动力》（1990年）。

弗兰克·H·伊斯特布鲁克、丹尼尔·R·费希尔，《公司法经济结构》第4页（1991年）。该书对公司法进行的经济分析居领先地位。

参见钱德勒，《看得见的手》；《规模与范围：工业资本主义的动力》。

⑤ 钱德勒，《看得见的手》第491—492页。

更有实力的全国性金融机构，并且拥有可自行持有大宗股票的金融权力的话，它们就可以与新兴的管理人员分享权力，以股东的身份参加新兴大企业的董事会。在这种情况下，所有权与控制权仍然是分离的，因为最终所有者无法直接控制企业——工程技术要求如此——但是企业的权力形态却发生了很大变化。最终所有者可以通过强有力的中介机构维护他们的利益。证券市场上无论是出售股票的家庭还是这些股票的购买者，都更喜欢管理人员与机构分享权力，而不是所有权变得分散以致无法影响企业的运营。事实上，全国性金融机构已培育了更多的能够在董事会内部起积极作用的人员。

正如我们所指出的，正规的程序是由股东选举董事会，董事会则任命首席执行官（CEO）。但是人们都明白在公开上市公司中权力的流动是相反的。首席执行官推荐被提名的候选人进入董事会，董事会成员通常是公司的内部人员或其他的首席执行官，他们很少花费时间和精力评判现任首席执行官的活动。首席执行官向董事会推荐的候选人并不考虑股东的利益，而股东持有的少量股票使他们缺乏动力或者手段来寻找其他的董事会候选人；他们在验讫委托投票书后将其返还给现任主管。首席执行官在选举和企业中处于支配地位。即使在今天，很多董事“觉得他们随时都在为首席执行官和董事会主席服务”。^①

伯利-米恩斯的分析：分散化

本世纪 30 年代，伯利和米恩斯在《现代公司和私有财产》

杰·伊·洛施、伊丽莎白·麦克伊弗，《走卒还是君主：美国公司董事会的现实》第 17 页（1989 年）。

一书中对权力的分散和转移的分析已成为对美国大企业研究的经典。伯利和米恩斯发表了后来成为主导范式的观点：“20世纪美国经济革命的中心内容是用于生产的财产的大规模集中化，与之相伴的是个人决策权和控制权的衰落，拥有财富与积极参与管理之间的联系也大为削弱。”所有权结构的这一变化从根本上改变了公司法，作为所有者的股东失去了权力。

“随着每个公司股东人数的增加，股东投票权的作用日益减小，当公司向巨型化发展时，这一作用事实上已降至无足轻重的地步。随着股东人数的增加、每个人表达自己意见的能力也受到极大限制。”结果，股东持有的公司财产仅被当作一种消极投资，而管理人员控制了公司。^①

这个范式并非完全是由于股东和管理人员的分离，或者如伯利和米恩斯所指出的，是因为“拥有财富与积极参与管理之间的联系大为削弱”。它的成立依赖于股权的分散化。大多数公开上市公司由很多股东所拥有，每个人持有的股票仅是公司股票很小的一部分。在伯利和米恩斯的时代，股东大多数是个人；即使到今天，个人直接持有的股票占美国公司股票的一半，虽然中介机构拥有另一半股票，但很少有单个中介机构持有国内某个超大型企业股票的1%以上。由于股权的分散化，一个活跃的股东的卷入不能使他获得通过关注企业运营或加入董事会所带来的全部收益，从而增加了承担责任的风险。该股东要负担相应的成本，而收益却要在全体股东间分配，这使得大多数分散的小股东都明智地避免对企业的干涉。用现代经济学的语言表述就是我们面临着股东集体行动的问题，虽然存在着对全体股东的潜在收益，但对每个股东而言，不采取行动却是理性的选择，因为采取行动的收益是由

伯利、米恩斯，《现代公司和私有财产》，第 xix 页，第 xxv 页，第 4—7 页。

企业和全体股东获得的，每个股东只得到其中很小的一部分。股东的集体行动问题是建立在委托—代理问题基础上的，代理人（在此是经理人员）有时并不完全按委托人（在此是股东）的要求行事。

适应性变化

由于存在下面几个经济方面的特征，所有权的分散、权力向首席执行官的转移以及对大的所有者的压制等问题并没有威胁到公开上市公司作为一种组织形式的存在。首先，尽管这一结构有些缺点，但它的优点是主要的。它有利于规模经济和专业化管理，这一长处足以抵消股东与经理人员之间的协调和激励的弱化这一短处。管理者的自主决定权只要不过于武断是能够行得通的，经理人员要建立能协调全国范围内生产和分配的大型复杂组织就需要有日常的自主决定权。规模经济和复杂的组织能力带来的好处能够大大超过组织成本。在世界上，美国拥有唯一的整个大陆范围的经济，任何其他地区都无法顺利实现规模经济和地理上如此大规模的分配体系。既然其他地区的企业无法轻易实现这样的规模经济，它们较小的组织成本就不易被注意到。

第二，产品市场、管理人员劳动力市场和资本市场的竞争降低了经理人员玩忽职守的严重性。在本世纪 30、40 和 50 年代，美国是世界上唯一的整个大陆范围的开放市场，使某些企业达到了规模经济。其他任何地区的企业都不能实现同样的规模经济，也缺乏有效的竞争和政治上的稳定。海外市场是封闭的，其他国家都太小，运输和通信成本过高，而且政治动乱非常普遍。

在前几十年里，美国的寡头垄断竞争使得大企业给股东

带来良好的收益。产品市场竞争从长期来看是对管理人员和企业的一个严厉约束。如果管理人员不能售出产品，企业就无法生存下去，有效的寡头竞争避免了严重的产品缺陷，而寡头勾结则为股东带来了超额利润。

第三，从达尔文主义的进化论角度看，大型公开上市企业能够生存，是因为它降低了自身缺陷的严重程度，平衡了管理者控制、风险分担和资本需求的问题。它可通过外部董事、制定战略规划的管理总部对业务部门的监督以及向经理人员提供激励性报酬来缓解管理上的代理问题。恶意收购、代理人之争也进一步约束了经理人员的行为。公司法规定了利益冲突规则、公司高级职员与董事的谨慎和忠诚职责。这些规定也有助于制止某些经理人员的玩忽职守行为。

所有权分散的企业能够生存是因为它们的组织结构具有适应性，足以解决因技术和资本需求产生的不易控制的大型组织的治理结构问题。没有一种解决方式是彻底和完美的。例如，恶意收购和代理人之争作用比较迟钝，具有对抗性而且成本高昂。但是每一种适应性变化都有助于改进企业的组织能力。根据传统的观点，大型公开上市公司是对组织经济学作出的一种有效反应；这一观点是正确的，至少当我们假定美国的金融法律和政治是固定的和不能更改的时候是成立的。

2

分散化的成本

在 80 年代和 90 年代初期，通用汽车公司亏损了数十亿美元，解雇了成千上万的工人，它在美国汽车市场上曾经拥有的巨大份额的很大部分被外国竞争者夺去。它的管理人员高高在上，直到 1991 年通用汽车公司在其核心的北美汽车业务中亏损了惊人的 70 亿美元时，才引起了董事会的关注。虽然所有权结构不能解释通用汽车公司的全部问题，但它可以解释部分问题，特别是通用汽车公司在长达十年的时间里对危机始终反应迟钝。能否通过集中所有权来降低困扰这些所有权分散的企业的问题带来的成本呢？尽管我将留待第五部分来探讨潜在的成本和收益，在此我将概要列出以我们目前这种方式组织大型企业的基本成本。

成本可以分为三类：与管理人员有关的问题，与证券市场有关的问题以及与产业组织有关的问题。管理人员的问题是很明显的。持股的分散产生了股东的集体行动问题，使管理人员以可能损害企业绩效的较不负责的方式行事，特别是当企业面临不同寻常的问题时。大型公开上市公司中的高层管理人员是美国社会中最少负有直接责任的。尽管其他群体（可以想到的是在破产大学任职的教职员工）也负有较低的直接责任，但很少有人会比大企业中的高层管理人员担负更重要的任务。

证券市场存在的问题源于将复杂的财产和技术信息从企业内部传递到证券市场上去的困难。如果分散的股东不能理解这种复杂性，管理人员又因股东无法理解的信息而不能受到奖赏，企业就可能放弃某些长期的、技术上较复杂的项目。

重叠的所有权——金融机构既持有供应商也持有其客户的大量股票——有时候能改善产业的组织结构。企业、供应商和客户都需要协调它们的行动，在美国这通常是由大的垂直型企业完成的。重叠的所有权可以使它们保持独立。这有助于企业保持较小的规模，对市场作出更加灵活迅速的反应，从而减少垂直一体化的反应迟缓的巨型企业的数量。在技术变革使很多管理人员所受的教育迅速过时的情况下，顶层扁平的组织结构便可能运转得更好。心理学和社会学理论表明在当今世界上的一些新兴产业中，非等级制的组织形式可以更有效地发挥作用。

我的意思并不是说现在的理论和资料能证明其他组织形式的优越性，而是说有足够的理论和资料支持我们去试验其他的组织形式。如果存在不同组织形式之间的竞争，集中的所有权形式很可能会成为竞争的幸存者之一。其他的形式——比如盛行于日本和德国的形式——尽管也有其自身的

缺点，但似乎能与美国的组织形式做得一样好。

不受监督的经理是问题所在吗？

人们经常听到抱怨说股东不能监督管理人员。在没有股东干预的情况下，管理人员会建立起自己的独立王国，执行错误的战略，直到事态无法控制，最终结果则是恶意收购引起的暴力或被解雇的首席执行官的流血事件，由杠杆收购导致的不稳定或者因破产造成的浪费。在 80 年代，很多收购将目标瞄准了一些过大的企业，这些企业在收购后被拆成若干个小企业。其他的收购则是试图建立大型王国的企业寻求扩展其控制范围。无论是哪种情况，股东的持续卷入都可能在发生流血事件以前进行干预。

问题不仅在于当股东分散的情况下，少数管理人员会按他们自己的意愿行事：建立更大的企业，追求更安逸的生活或坚持他们比较熟悉但却是错误的战略；而且在于即使当管理人员努力做得更好时，他们也未能采用对未来而言最有利的技术和战略。大多数管理人员做得很好既要归因于他们具有的专业能力，也表明存在着对管理人员的约束机制和现存结构的合理性。问题是一些企业中不同的所有权结构是否能带来更好的绩效。

从历史上看，软弱的董事会一直是美国大企业的不足之处。董事会成员一般是由首席执行官邀请的公司内部人员或其他企业的首席执行官。其他企业的首席执行官担任董事有如下缺点：他们的时间有限，他们缺乏财务激励来调查企业的情况，而且从心理上讲，他们不希望自己参加的董事会对该企业首席执行官权威的干涉超过他们自己企业的董事会对自己作为首席执行官的权威的干涉。董事会成员既非在企业中具

有独立的根基和利益的大股东，也非拥有 5% 到 10% 股权的大股东的代表，因为在美国企业中几乎不存在这样的股东。

监督不力以及股东对干预持消极态度，部分是由于伯利和米恩斯指出的所有权分散所致。对于持有小额股权的股东来说，进行干预需要的花费是不值得的。对危机袖手旁观或是将持有的股票卖掉是一种更轻松的选择。恳求一个在价值 100 亿美元的工业企业中持股 1000 万美元的所有者起积极作用可能于事无补。这样一个股东只能获得公司收益的千分之一，他会理智地拒绝投入相当于 10 万美元的财富和时间，即使这 10 万美元投入能给公司带来 1 亿美元的收益。

股东只有在持有的股票足够多时才会具备采取行动的动力和手段。大股东由于可以获得比分散的小股东更多的收益，也更愿意采取行动。持有 1 亿美元股票的股东愿意比持有 1000 万美元股票的股东花费更多来进行干预，因为他由此得到的收益将是后者的 10 倍。即使持股 1000 万美元的股东有干预的积极性，但他却缺乏变革企业的能力，因为除非他自己或通过与其他的大股东联合以持有更大比例的股票，否则管理人员可以不理睬他的主张。

但是有人肯定会问，既然大多数中介机构本身就是伯利-米恩斯型的公司，为什么它们就不会受同样的代理问题的影响呢？尽管我将在第五部分对这一问题进行详尽探讨（也没有给出确切答案），在此我先概述几种可能性。只要中介机构的缺陷与它们持有股票的工业公司的缺陷不尽相同；只要工业公司和金融公司的弱点是不同方面的，那么就存在改进的可能。比如，外部审计人员负责调查企业经理的欺诈行为，而有时他们自己也会抵制不住诱惑而参与欺诈行为。但是只要外部审计人员处于比较独立的地位，与企业没有日常业务联系，那么他们可以提供有价值的核查，尽管这一核查

并不完全可靠。对委托人而言，代理人的专业分工是组织形式的改进。一种基本的管理技巧就是将一项任务分开：一个人负责完成这项工作，另一个人则对工作进行检查。即使负责检查工作的人并不比负责完成这项工作的人更优秀，这也会比只把这项任务全部交给后者获得更好的结果。负责检查工作的人只要能够发现负责完成工作的人的某些错误，而在他正确行事时又不阻止他就可以了。下面我区分了三种可能有效的监督形式：层级监督，协作监督和危机监督。

层级监督就是专业化。财务主管专长于获得资金回报；业务经理负责企业的经营。两者都有其弱点，但是如果我们将两者都选入董事会而不是将两者的职能集中于同一个人身上，那就能减少他们的弱点，保持他们的长处并提高企业的绩效。

协作监督要求董事不仅有参与监督的财务激励，而且对企业经营比较了解。在这一方式下，金融机构不是命令管理人员应该怎么做，而是试图在两者间达成共识。管理人员对企业经营现状和发展前景有更多的了解；来自金融机构的协作监督者应该在分析企业的财务状况时有更广阔的视角，他们通过相互协商可以比任何单独一方作出更好的决策。经理人员起主导作用，但与原来相比他们在董事会里有了更优秀的提供财务分析的同事。

危机监督既不需要监督者参与企业的日常管理，甚至也不用他们对该行业有透彻的了解；他们只要能够识别出企业的经营业绩较差，并能评估业绩较差是否源于管理不善就可以了。只要能做到这一点，危机监督者就可以对有责任的主管人员提出督促或予以替换。即使持有大量股份的外部人通常比较消极，在企业的业绩开始逆转时，他们也会考虑尽早干预。管理人员在意识到这种可能性后也会力争取得更好的结

果。

认为金融机构能够比管理人员把企业经营得更好是一种愚蠢的想法。金融机构从整体上看不会比管理人员更善于经营企业，而且它们也无需如此，只要金融机构尊重经理人员的决策，只要在企业绩效较好时不加干预，那么它们就不会对企业的经营造成有害影响，并且能够在企业经营不善时作出自己的贡献。一些金融机构像某些管理人员一样，可能不够明智以至于并不了解自己的局限，这并非是无足轻重的小问题。但是我们预先却无法判定金融机构是否干涉太多以至耗尽了它们本来可以得到的收益。

对许多企业而言，金融机构也许缺乏创业才能。但是企业和监督者都应对自身有清醒的认识：企业若能够从机构监督者那里获益，它们就会欢迎这种监督。需要具有创业才能的人做领导的企业则不愿意被机构所控制。^①这两种方式之间会存在竞争。

建立长期财务关系的困难： 短期证券市场是问题所在吗？

管理人员可能并非问题所在，问题可能出在股东一方。管理人员抱怨股东频繁变换，对企业的长远发展不感兴趣。机构投资者的交易心态意味着当管理人员需要稳定的投资者时，他们却消失了。由于机构投资者的持股比例较小，当他们较早地发现企业的问题时，他们宁愿抛掉股票离场，而不是持有股票来帮助企业解决问题。持股比例较大则倾向于会增加

^① 参见哈罗德·德姆塞茨、肯尼思·雷恩，《公司所有权的结构：原因与后果》，载《政治经济学杂志》第93期第1155页（1985年）。

解决问题而非逃避问题的动力。管理人员更希望当情况需要时，机构投资者会留下来与他们一起解决问题。

管理人员可能并不存在系统性的问题。在一个竞争的市场环境中，有些人成功而有些人失败，这正是我们所期望的结果。不过另一个问题可能需要得到纠正，这是一个会削弱管理人员发挥作用的系统性缺陷。由于证券市场的联系作用较弱，管理人员无法将复杂的财产和技术信息准确传递给远离企业经营的大量分散的股东。证券市场的这一缺陷会对企业经营产生不利影响，促使管理人员采取短期化的策略。在这种情况下，将要退休的管理人员为了在退休时将其股票期权以较高价格兑现，会避免进行长期的投资，从而造成该行业在研究开发和人力资本方面的投资不足，因为这些投资很难为远离企业经营的股东所理解。^①

这些信息问题在很大程度上是纯粹推测的，与通常认为的美国证券市场是一个信息有效的市场观念相悖，而且迄今为止缺乏强有力的经验证据的支持。由于以上这些原因，采取强制手段解决这一纯粹推测且未被证实的问题是不明智的。但我们有充分理由怀疑在商业活动中，证券市场导致了短期行为，而这与美国分散的所有权结构存在着合理的联系，

参见路易斯·洛温斯坦，《华尔街出了什么问题——短期收益与缺席股东》，第1、5、9、56—63、76页（1988年）；罗伯特·H·海斯、威廉·J·阿伯内西，《驾驭走向经济衰退的道路》，载《哈佛商业评论》，1980年7—8月，第67、68—70页；马丁·科普顿，《金融公司主义时代的公司治理》，载《宾州大学法学评论》第136期，第1、9、23页（1987年）；彼得·德鲁克，《资本主义的危机》，载《华尔街日报》1986年9月30日，第32页第3栏；朱迪思·多布任斯基，《更有甚者 那是短期的管理》，载《商业周刊》1986年11月24日，第82页；罗杰·奥尔特曼、梅丽莎·布朗，《竞争性负债，摆脱华尔街的短期偏见》，载《纽约时报》（1986年6月1日，第3页第1栏“职业的货币经理们会[推动]公司管理层注重短期绩效”）。