

香港傳真

(香港) 桑尼研究有限公司
中國稅務雜誌社綜合研究組

No. 2011-58

2011年12月15日

“看不見的所有者” —— 西方現代企業中的產權革命

復旦大學新政治經濟學中心 史正富、劉昶¹

本文是對西方、特別是美國現代企業產權制度的一個實證研究，目的是具體瞭解近一百多年來西方企業產權制度發生了哪些變化。我們知道，無論是馬克思的政治經濟學，還是當代西方經濟學主流的產權理論，都強調所有制或產權是一切經濟制度的核心，儘管他們的理論出發點和歸宿大異其趣。同樣的，無論是馬克思還是產權學派，都認定資本主義所有制 / 產權制度是典型的、明確界定的私有制 / 產權。受他們的影響，人們長期以來想當然地認為西方企業的產權制度

¹ 本論文是復旦大學新政治經濟學中心的研究課題“現代企業產權制度演變與國企改革”項目的一部分。論文完成後，曾在小範圍內徵求意見。我們非常感謝陳平、崔之元等人的批評和建議。並感謝王小衛、李俊慧、許建明、鄺菁、朱春生、石敏、鄭倫等人在本論文研究寫作過程中所做的許多工作。

是產權明晰的私有制，很少人再費心去對西方企業的產權制度及其在現代的演變做認真深入的實證研究。結果，雖然我們在理論上對所有制和產權在經濟研究中的重要性有充分的理解，但在實證層面上我們對西方現代企業的產權制度及其演變卻不甚了了。

我們的研究發現，近一百年來，特別是近 50 年來，西方企業的產權制度發生了非常深刻重大的變化，變化的主要內容和方向是企業產權日益分散化、多元化和社會化，與此相對應的是企業所有者職能的日益替身化。由於這些深刻重大的變化，現代企業的產權安排與馬克思當年看到的產權明晰的業主制企業完全不同。在大多數現代企業中，已經找不到控股的股東，企業的股權分散在無數機構和個人手中，其中大部分為社會化的機構股東（即代表各種社會集體或整體利益的機構）所持有。無論我們如何看待和界定這些企業，都無法把它們簡單等同於產權明晰的私有企業。瞭解西方現代企業產權的這些演變，弄清推動這些演變的各種社會力量和因素，理解這些演變所代表的歷史趨勢，不僅對於我們認識現代西方經濟社會的發展，而且對於我們自己正在從事的改革和經濟社會發展的實踐，都有著非常重要而切實的意義。

一、企業發展的三個階段與產權制度的演變

衆所周知，企業成為一種基本的社會生產組織和經濟單位是 18 世紀第一次工業革命以來的產物。二百多年來，從早期狹小簡單的手工作坊，到今天結構複雜、功能多樣的鉅型公司，企業無論在規模上、還是形式上都發生了廣泛而深刻的變化，企業的產權制度也經歷了多次破繭化蝶的蛻變。特別是以 19 世紀後半葉的第二次工業革命為界，主導性的企業制度在工業化國家內經歷了從早期業主制企業到以多元產權結構為特徵的現代公司制企業的轉變。從 20 世紀中期開始，

隨著新一輪科學技術革命和戰後經濟的迅速發展，以及現代社會全面、持續、而深刻的變動，現代企業本身及其產權制度又經歷了從所謂“經理資本主義”向“信託資本主義”的轉變。

(一) 第一次工業革命與早期業主制企業

早期企業的誕生與成長是與 18 世紀西方生產力發展和市場發育程度相輔相成的。當時以蒸汽機動力為代表的第一次工業革命催生了早期的業主制企業。

早期業主制企業規模狹小，結構簡單。企業通常是定址於一個特定區域，生產單一產品為主，或只承擔製造過程的某一階段的生產活動；只專業從事某一產品的製造或銷售過程中不同階段的活動，基本上不控制生產和銷售的全過程。典型的早期業主制企業是馬克思在《資本論》第一卷第 13 章中所分析的 18 世紀英國曼徹斯特的紡織廠。一直到 19 世紀末 20 世紀初，工業國家佔主導地位的企業形態是這種早期業主制企業。比如，1834 年，英國有 1200 家棉紡織工廠，絕大多數是獨立的企業，個人業主制或合夥制。平均僱用 300~400 工人。41% 只從事紡紗，33% 只織布，紡織一體的只有 26%。……直至 1930 年，在英國兩千多家棉紗和布匹的生產商中，只有 26 家擁有自己的市場營銷設施（布萊克福德，64）。同樣的，1914 年，美國工業勞動力三分之一就業於五百名工人以上的企業，三分之一於 100~499 名工人的企業，三分之一在一百人以下的企業。54% 的工人就業於雇員人數少於 250 人的企業（布萊克福德，93）。

與早期業主制企業的規模與結構相適應的產權安排，是以家族或親友為基礎的個人業主制或合夥制。業主對企業負無限責任，他們不僅是企業財產的所有者，而且也是創業和經營管理的主要承擔者，和企業剩餘價值的獨佔者。當時的企業不僅沒有研究開發部門，也沒有

營銷部門，企業管理如此簡單，業主通常無須委託專業的經理人員，可以自己直接經營管理企業。因此，他也無須與他人分享剩餘價值。在這種早期企業中，不存在所有權和企業經營權的分離，也不存在出資人與資本經營權的分離，相反，出資、創業與管理“三位一體”，業主則集這三種職能於一身，成為馬克思所說的典型的人格化的資本（史正富，2002：6~7）。

在早期業主制企業中，業主創辦和擁有企業，經營管理企業，承擔創業和經營風險，佔有全部剩餘；工人出賣勞動，獲得工資報酬，他在工廠的分工體系中喪失了獨立地位，成為機器的附庸。這種簡單的、二元對立的產權安排雖然是第一次工業革命時期的產物，卻引發了激烈而持久的學理論辯和意識形態衝突。以馬克思為代表的社會主義思潮義正詞嚴地批判資本對勞動的剝削，指出資本主義私有制與社會化大生產日益尖銳的矛盾，並預言後者對前者的必然揚棄。而西方社會中主張自由競爭的主流意識形態則認定正是這種明確界定了私有產權的制度安排給了資本主義無限的發展動力與活力。直到今天，這種二元對立的邏輯仍在很大程度上支配著人們的思維，儘管在今天現代企業中的產權安排已經遠遠超出了早期業主制企業時代的制度框架。

（二）現代“公司革命”與“經理資本主義”

現代企業誕生於 19 世紀後半葉。作為第二次工業革命的產物，它的產生和發展與那時以來的科學技術與生產力的進步，以及市場和社會關係的大規模擴張和深化是密不可分的。包括交通運輸、通訊等在內的生產技術的進步，以及人口擴張，工業化國家國民收入提高，市場在全球範圍內的進一步擴張與整合；特別是以新能源、新技術、新產業的開發、應用和發展為特徵的第二次工業革命，強有力地推動

了現代公司制企業的誕生、發育和成長。

與早期業主制企業相比，現代企業規模鉅大，結構複雜，它不再局限於單一產品的生產製造，而通常是整合了多種產品和服務的研發、生產和營銷的全部業務。通常我們可以從橫向聯合、縱向聯合和多樣化經營這三個方面來解剖現代企業的結構。橫向聯合指的是在一個企業內並行地開設多家工廠來生產同種產品。縱向聯合指的是對一種產品的經營，不再只限於生產本身，而是把經營過程擴展到生產、研發、供應、銷售的各個環節。多樣化經營指的是一家企業同時生產與經營若干中不同產品。在這三個方面的擴展對現代企業的發展具有不同的意義，“橫向聯合擴大單一產品的生產規模，垂直聯合則提高該產品的經營深度，而多樣化經營尤有過之，它使現代公司最終成為能夠全面擴張的機體，走上持續發展的道路。”（史正富，1993：3~5）

由於這樣的發展，現代企業與早期業主制企業在結構和經營管理上有了明顯的區別。按照錢德勒的觀點，現代企業區別於早期企業有兩個最基本特徵，一是一個現代企業包含了多個獨立運營的部門或單位（Chandler, 1977：1）。因為現代企業規模鉅大結構複雜，使管理成為一項高度專業的工作，需要具有專業知識的人員來負責。於是就有了錢德勒所強調的現代企業的第二個特徵：現代企業是由一個科層制的、受薪的經理階層來管理的（Chandler, 1977：1）。

由於現代企業的經營管理從企業的所有者手中轉移到了企業的經理人員手中，人們通常追隨錢德勒的說法，把二次工業革命以來的現代企業稱之為經理制企業，並把資本主義發展的這一階段稱之為“經理資本主義”（Managerial capitalism）。

與現代企業的規模和結構相適應，現代企業的產權制度也與早期業主制企業有著極為顯著的區別。現代企業的法人形式幾乎毫無例外的是股份有限公司。因為現代企業規模鉅大，需要大量的投資，承擔鉅大的風險，很少有人能夠或願意獨立出資來創辦現代大企業。與家

族制或合夥制企業相比，股份有限公司的產權安排有兩個突出的優點：1) 出資人的有限責任；2) 出資人的權益可以自由轉讓。這些優點無論對大投資者，還是對中小投資者，都具有很大的吸引力。² 因此，通過股份有限公司的形式來募集資本就成了創辦現代企業的基本方式。公司制企業於是取代了業主制企業，成為現代產業部門的主導性企業形態。企業制度的這一重大變革被伯利和米恩斯恰當地稱之為“公司革命”。

現代公司制企業雖然規模鉅大，經濟力量集中，但這並不意味著其所有權的集中。相反，以股份有限公司為主導形式的制度安排與其他各種經濟社會力量結合在一起，推動著現代企業的產權不斷走向分散化和多元化。這一發展是對早期業主制企業私有產權的揚棄，其結果是越來越多的公司不再擁有佔支配地位的控股股東，所有權和控制權發生分離，出現伯利和米恩斯所說的，“沒有控制權的財富所有權”與“沒有所有權的財富控制權”（伯利和米恩斯，2005：79）。下面我們就以美國現代企業在 19 世紀後期至 1930 年代期間的發展，來討論現代企業產權制度在這一階段的演變。

在美國，現代公司制企業的興起在 19 世紀中葉，而其迅猛發展則在該世紀的後半葉。公司制企業先進入需要大量固定資本的鐵路和採礦業，然後進入金融業，製造業，和商業。到 20 世紀上半葉，現代公司制企業在美國已經成為除農業以外幾乎所有產業中的主導企業形態（伯利和米恩斯，2005：第一篇第二章）。與公司制企業迅猛擴張同時的，是經濟力量的集中。1932 年，伯利和米恩斯對美國的現代企業做了開創性的研究，發表了《現代公司與私有財產》這部經典著作。他們發現，在公司制度中存在著一種“向心力”，這種力量

² 關於有限責任制對股權分散的作用，崔之元（1999）在其所著《“看不見的手”範式的悖論》中有詳細深入的討論。對股份有限公司的歷史，可以參閱孟克斯和米諾（2006[1996]），布萊克福德（2001[1998]），和高程德（2000）等人的相關討論。

不斷地將財富吸入規模日益擴大的集合體（伯利和米恩斯，2005：21），從而創造出史無前例、規模鉅大的現代企業。這些企業為數不多，但在很大程度上支配著美國的經濟生活，掌握著美國的財富，主導著美國國民經濟的命脈。比如在1930年，美國二百家最大的非金融公司資產總額達到810億美元，這二百家公司不到全美國超過30萬家非金融公司總數的0.07%，但幾乎控制了美國全部非金融公司財富的一半，收入總額的43.2%，和國民財富的22%（伯利和米恩斯，2005：37，40~41）。與大公司經濟力量集中同樣驚人的是這種集中的發展速度。伯利和米恩斯告訴我們，在1909年，二百家最大的非金融公司的資產總額是260億美元，到了1919年，這一數額達到了437億美元，而到了1929年，則達到了810億美元（伯利和米恩斯，2005：41）。

伴隨著大公司經濟力量集中的不是股權的集中，恰恰相反，是股權的分散。雖然許多大公司在創辦初期，股權集中在少數創業者和出資人手中，但隨著公司的擴張，股權日益分散。在不到兩代人的時間裡，大多數創業者、出資人及其家族喪失了他們在公司裡的控股地位（Becht & DeLong，2005）。到了1930年代初，當伯利和米恩斯撰寫他們劃時代的著作《現代公司與私有財產》時，他們發現大多數美國大公司沒有控股股東。

例如，在1929年，美國最大的鐵路公司賓夕法尼亞鐵路公司（資產總額約2.6億美元）、最大的公用事業公司美國電話電報公司（資產總額4.228億美元）、最大的工業公司美國鋼鐵公司（資產總額2.286億美元）的最大股東所持有的股票數量分別為各該公司公開發行股票的0.34%、0.70%和0.90%。即使是各公司20個最大股東持股合計也分別僅佔各該公司股票總數的2.7%、4.0%和5.1%（伯利和米恩斯，2005：56）。另一方面，公司的股權則迅速分散。表~1反映了這三家公司在20世紀頭30年股權分散的情況。

表~1：三家最大美國公司股東人數，1901~1931年

12月31日	美國電話電報	賓州鐵路公司	美國鋼鐵公司
1931	642,180	241,391	174,507
1926	399,121	142,257	86,034
1921	186,342	141,699	107,436
1916	71,000	90,388	37,720
1911	48,000	73,165	35,011
1906	19,000	40,153	14,723
1901	10,000	—	15,887
1880	—	13,000	—

資料來源：伯利和米恩斯，2005：63~64。

上述三家大公司不是例外，它們反映的是美國大公司在這一時期股權迅速分散的一般情況。表~2告訴我們的是1900~1928年間按產業分組的美國主要大公司的股權分散情況。在短短的一代人時間裡，我們看到絕大多數企業的股東人數都有了成倍的增長。製造業在這段時間內平均增長410%，公用事業2600%以上，鐵路246%。

表~2：1900~1928年美國主要公司股東人數的增長

產業分組	製造業17家大公司 總計	公用事業四家大公司 總計	鐵路十家大公司 總計
1900	108,233	19,237	99,073
1910	209,188	56,485	149,275
1913	256,883	72,464	200,605
1917	276,954	113,549	230,528
1920	374,099	176,924	303,637
1923	493,660	343,830	342,290
1928	551,993	523,671	343,585
增長%	410.0	2,662.2	246.8

註：增長一欄顯示的是從1900至1929年間的增長。

資料來源：Becht & DeLong, in Randall K. Morck (2005), 641。

由於股權的分散，在許多公司已經沒有佔支配地位的控股股東，於是所有權和控制權發生分離，出現了“沒有控制權的財富所有權”與“沒有所有權的財富控制權”。伯利和米恩斯的研究發現，1930年，在全美二百家最大非金融企業中，只有6%的企業為個人所有，

5%的企業掌握在控股權過半數的個人股東手中。兩者資產合計只佔二百家公司全部財富的6%。另有23%的公司是被只擁有較大股份的少數股東掌握，這些公司資產合計是二百家公司的14%。在另一方面，44%的公司因為沒有控股股東，公司的實際控制權掌握在經營者手中，這些公司控制的資產合計佔二百家公司資產總額的58%。另外有21%的企業，也因為沒有控股股東，控制權通過不同的法律安排被不擁有控股權的集團或個人掌握，它們在二百家公司的資產總額中佔了22%（伯利和米恩斯，2005：第一篇第五章）。

伯利和米恩斯的研究反映了截至1930年代初期美國大公司產權分散化、多元化的情況。他們預言這個過程將會持續發展下去，並相信這樣的發展必然會創造出一種“新的社會經濟組織形式”（伯利，1932年序言）。伯利和米恩斯的研究引起了人們的廣泛注意，但是他們所強調的現代企業產權演變的偉大意義，卻還有待於歷史的進一步發展來充分彰顯，並獲得充分的重視。

（三）所有者替身化與“信託資本主義”

1930年代以來，伯利和米恩斯所預言的現代企業產權演變的趨勢不僅仍在繼續，並且有了新的發展。二次大戰後，隨著新一輪科學技術革命和經濟的迅速進步，以及現代社會全面、持續、而深刻的變動，現代企業的又經歷了從所謂“經理資本主義”向“信託資本主義”的轉變。要瞭解這一重要轉變，我們先來看一看現代企業的產權制度在伯利和米恩斯以後發生了什麼變化。

1970年代末，Edward S. Herman 為了1930年代後美國大公司的發展情況，做了與伯利和米恩斯相似的研究。他的研究證實了伯利和米恩斯所預言的這種發展趨勢。根據他的研究，美國大公司的股權進一步分散。比如，在1929年，二百家最大的非金融公司中，有57%

的公司其股東人數在二萬人以下。而到了 1974 年，這個比例降到了區區 4.5%。另一方面，95.5% 的公司股東人數在五萬人以上。有 35% 的公司其股東人數在十萬人以上，而在 1929 年，這個數字只有 6.1%。表~3 就是在這一期間美國大公司股權分散的概況。

表~3：二百家最大非金融公司持股人數的變化

股東人數 ^a	1929 年底		1974 年底	
	公司數	比例% ^b	公司數	比例%
五千以下	41	24.9	1	0.5
5,000~19,999	53	32.1	8	4.0
20,000~49,999	39	23.6	52	26.0
50,000~99,999	22	13.3	69	34.5
100,000~199,999	7	4.3	43	21.5
200,000~499,999	3	1.8	21	10.5
500,000~999,999	—	—	4	2.0
一百萬以上	—	—	2	1.0
信託投票或人數不詳	35	—	—	—
總計	200	100.0	200	100.0

註：a. 1929 年二百家公司持股人數的範圍是：最小的為一人，最大的為 469,801 人（AT&T）。1974 年的持股人數範圍是：最小的為 6447（The Williams Companies），最大的為 2,929,615（AT&T）。

b. 1929 年的二百家公司中只有 165 家公司有持股人數的數據資料。

資料來源：Herman, 1981：71。

表~4：美國大公司控制權的變化趨勢，1900~1974 年

控制形式	1900 ^a	1929 ^b	1974 ^c
私人或多數控制	12.5%	9.5%	1.8%
少數控制	32.5%	32.5%	14.5%
金融機構控制	31.25%	11.8%	0.5%
法律安排	—	4.8%	—
經營者控制	23.75%	40.5%	82.5%
其他	—	1.0%	1.0%

註：a. 1900 年的數據是根據 40 家大公司的樣本。

b. 1929 年的數據是 Herman 根據伯利和米思斯的二百家最大非金融公司的資料做了修正後得到的。

c. 根據 1974 美國最大的二百家非金融上市公司。

資料來源：Herman, 1981：54~65。

與股權分散相對應的是個人與家族控股的降低和所有權與經營權的進一步分離。比如，在 1920 年代和 1930 年代美國二百家最大公司中的 43 家公司是由家族控股的，但到了 1976 年，它們中的 37 家公司其家族控股比例下跌了 50% 以上，而 25 家公司的家族控股比例更是下跌了 75% 以上（Herman, 1981 : 78）。由於股權的分散，個人和家族控股的衰落，所有權與經營權的分離更為普遍。表~4 告訴我們的是 1900~1974 年間大公司所有權與經營權分離的變化趨勢。

表~5：機構投資者的資產市值、持股市值、及佔股市總值百分比，1978 年末

（單位：十億美元）

機構投資者類別	總資產	持股市值	佔股市總值%
個人信託基金	167.9	93.1	8.75
私人公司養老基金	201.5	107.9	10.37
投資公司	80.4	36.8	3.53
人壽保險公司	393.4	35.5	3.41
州與地方政府退休基金	148.5	33.3	3.20
基金會	38.5	27.0	2.59
財產責任保險公司	155.9	19.4	1.86
教育基金	16.3	10.2	0.98
互助儲蓄銀行	158.1	4.8	0.46
小計	1,360.5	368.0	35.35
減去：機構持股在投資公司的份額	—	10.3	—
機構投資者持股總值	—	357.7	34.36
股市總值	—	1,041.0	—

註：第四欄的百分比是根據第三欄的持股市值持股數除以第二欄最後一行的股市總值而來。

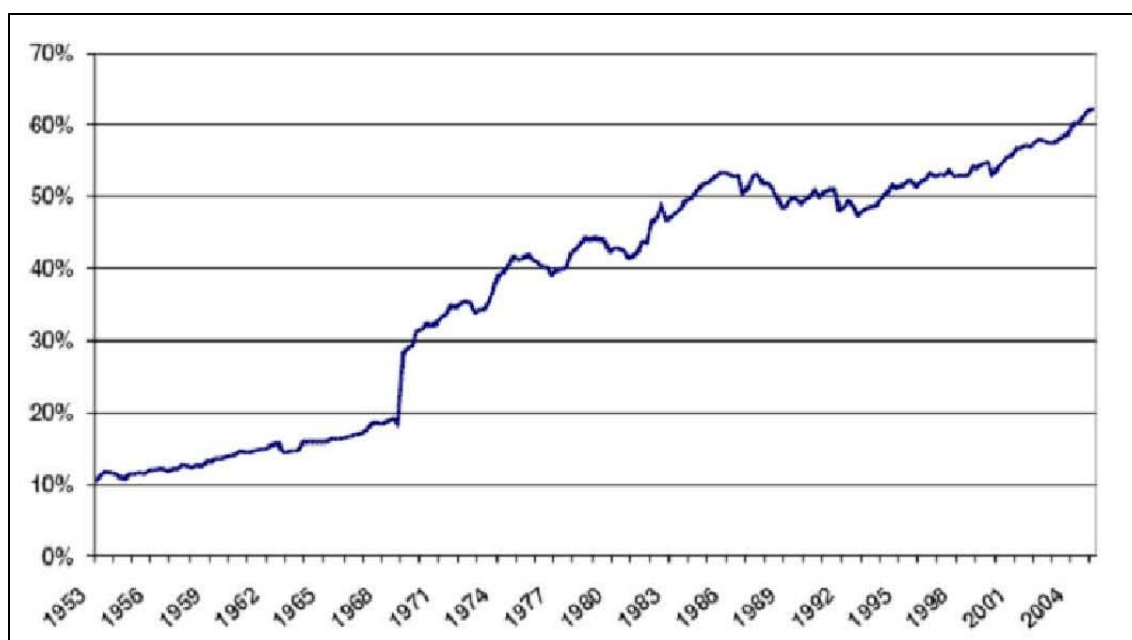
資料來源：Herman, 1981 : 138。Herman 表中第四欄原來內容是普通股市值，本文做了改動。

Herman 注意到了在伯利和米恩斯時代並不顯著因而未被他們重視的一個現象，即機構投資者的成長。³ 機構投資者是專業的金融

³ 如韋登鮑姆和詹森在伯利和米恩斯該書的 2001 年版導讀中說，伯利和米恩斯已經意識到了養老基金與保險公司的作用，但他們沒有預見到這類機構投資者日益增長的重要性（伯利和米恩斯，2005 : 8）。

中介機構，代表廣大中小投資者的利益管理基金。機構投資者主要包括養老基金，共同基金，人壽保險公司，以及各種公益基金。當然，機構投資者不是一個同質和統一的整體，其所代表的產權形態也各不相同，它們有的是聯合起來的私人資本，有的則是集體資本和社會資本。機構投資者的發展及其管理資產的增長說明，企業股權的更加多元化和社會化。在 1950 年，機構投資者在美國股市的持股比重還只有 10% 左右，到了 1970 年代末，機構投資者作為一個整體已經擁有了美國股市三分之一以上的股權。⁴ 表~5 告訴我們的是 1978 年機構投資在美國股市的規模。

圖~1：機構投資者在美國公司持股比例，1952~2005 年



資料來源：Federal Reserve。

⁴ Herman 說，機構投資者傾向於投資大公司，並通常是一個消極的股東，它們受到客戶的壓力更關心投資組合的表現，而不是對所投資公司的控制。但是，因為它們在股市上的規模，它們已經可以並且確實對公司治理發揮重要的、甚至是決定性的影響（Herman, 1981：137~154）。

表~6：2005 年度全球財富五百強中前 33 家美國公司的股權結構

排名	英文名稱	中文名稱	行業	銷售收入 (百萬 美元)	股票市 值(億 美元)	發行 股數 (億股)	內部及 5%持 股比例 %	主要 直接 持股 人%	機構 與共 同基 金%	前十 大機 構%	共同 基金 %
1	Wal-Mart Stores	沃爾瑪	一般商品零售	287,989.00	2014.48	41.69	40.90	0.30	37.70	14.30	15.88
3	Exxon Mobil	埃克森美孚	煉油	270,772.00	4014.03	59.45	0.81	0.10	52.30	18.60	17.66
5	General Motors	通用汽車	汽車與零件	193,517.00	175.62	5.66	0.99	0.05	90.90	60.10	28.32
8	Ford Motor	福特汽車	汽車與零件	172,233.00	156.31	18.81	5.20	0.90	67.30	45.60	15.13
9	General Electric	通用電氣	多元化公司	152,866.00	3730.86	103.23	1.78	0.03	57.00	21.40	21.07
11	ChevronTexaco	雪佛龍德士古	煉油	147,967.00	1399.24	21.98	1.00	0.00	62.40	25.90	25.01
12	ConocoPhillips	康菲	煉油	121,663.00	955.89	16.48	0.43	0.06	76.80	27.90	29.34
16	Citigroup	花旗集團	商業與儲蓄銀行	108,276.00	2523.88	49.44	0.81	0.08	65.10	24.60	26.10
19	American Intl. Group	美國國際集團	財產意外保險	97,987.00	1741.69	25.99	13.93	26.32	61.80	24.40	29.35
20	Intl.Business Machines	國際商用機器	計算機辦公設備	96,293.00	1265.26	15.22	0.22	0.04	56.70	22.40	21.18
26	McKesson	麥克森	保健品批發	80,514.60	151.28	2.99	0.41	0.10	87.60	42.60	36.33
28	Hewlett-Packard	惠普	計算機辦公設備	79,905.00	1033.13	27.39	3.68	0.02	77.50	30.20	31.69
32	Berkshire Hathaway	伯克希爾哈撒韋	財產意外保險	74,382.00	1521.18	154.2 萬	27.92	NA	24.60	14.00	5.37
34	Home Depot	家居百貨	專業零售	73,094.00	766.59	20.64	0.61	1.20	67.50	25.70	24.45
38	Verizon Communications	弗萊森電訊	電信	71,563.30	1066.73	28.99	0.70	0.00	60.60	22.80	23.87

44	U.S. Postal Service	美國郵政	郵遞包裹貨運	68,996.00	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
48	Cardinal Health	卡地納健康	保健品批發	65,130.60	259.61	4.06	1.29	0.45	89.00	48.80	50.24
50	Altria Group	阿爾特里亞	煙草	64,440.00	1645.87	20.93	0.93	0.09	74.60	31.40	30.84
52	Bank of America Corp.	美國銀行	商業與儲蓄銀行	63,324.00	2467.00	45.26	0.73	0.07	58.90	22.20	24.89
62	State Farm Insurance	州立農業保險	財產意外保險	58,818.90	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
65	J.P. Morgan Chase	摩根大通	商業與儲蓄銀行	56,931.00	5.00	2000 萬	0.00	NA	70.00	0.00	0.00
67	Kroger	克羅格	食品、藥品店	56,434.40	163.21	7.16	0.41	0.23	85.00	43.50	30.42
73	Valero Energy	瓦萊羅能源	煉油	53,918.60	305.39	6.13	1.14	0.86	70.90	33.60	30.02
74	AmerisourceBergen	美國人伯根	保健品批發	53,179.00	92.72	2.02	0.93	0.50	94.50	44.90	37.18
75	Pfizer	輝瑞	制藥	52,921.00	2016.09	72.90	1.00	0.01	66.00	20.10	25.87
76	Boeing	波音	航天國防	52,553.00	656.67	7.95	12.87	0.01	62.70	32.40	25.08
77	Procter & Gamble	寶潔	家居個人用品	51,407.00	1995.54	31.80	0.50	0.01	59.00	21.70	17.32
82	Target	塔吉特	一般商品零售	49,934.00	503.11	8.59	10.10	0.01	87.30	44.20	38.73
84	Dell	戴爾	計算機辦公設備	49,205.00	535.19	22.70	9.08	9.66	66.70	25.20	29.36
86	Costco Wholesale	好市多	專業零售	48,107.00	233.10	4.68	0.74	0.25	79.20	38.90	32.29
88	Johnson & Johnson	強生	制藥	47,348.00	1897.46	29.30	1.00	0.00	63.40	25.40	21.53
94	Marathon Oil	馬拉松石油	煉油	45,444.00	273.82	3.58	0.55	0.15	80.30	35.60	33.62
100	AOL Time Warner	美國在線時代華納	傳媒娛樂	42,869.00	767.00	40.70	3.33	0.00	75.00	29.90	29.01

從 Herman 的工作到今天又將近 30 年過去了，他所證實的美國公司股權進一步分散，和他所發現的機構投資者的成長，在這 30 年中又有了進一步的發展。今天美國大公司的股權比 30 年以前更分散、更多元化，除個別例子以外，幾乎找不到個人或家族控股的情況，各種機構投資者成了公司的大股東。而根據 Conference Board 的最近統計，美國機構投資者作為一個整體自 1980 年以來在美國股市的持股比例又有了大幅度的增長，在 1980 年，機構投資者整體在美國股市的持股比例是 37.2%，2000 年達到 51.4%，到 2005 年又增加了近十個百分點，達到 61.2%。⁵ 圖~1 清晰直觀地告訴我們最近半個多世紀來結構投資者在公司美國持股的增長。表~6 是財富五百強前一百名中按銷售收入排名的前 33 家美國公司 2005 年的股權結構。

表~6 中的 33 家除美國郵政和州立農業保險公司無法找到公開資料外，其餘 31 家美國最大企業的股權結構具有如下的特徵：

1) 機構持股比例高。在這 31 家企業，機構持有的股權比例平均達 66.42%，其中比例最高為 Amerisource Bergen 公司的 94.5%，其次是通用汽車的 90.9%，機構持股比例最低的公司是一家控股型公司 Berkshire Hathaway，機構持有該公司股份的 24.6%。Berkshire Hathaway 公司共有股份約 150 萬股，沃倫·巴菲特持有約三分之二的股份。其次是沃爾瑪，機構持股比例為 37.7%。其餘 29 家公司的機構持股比例都在 50% 以上。其中持股在 60% 以上的有 24 家，70% 以上的 14 家，80% 以上的七家，90% 以上的兩家。⁶

2) 公司股權高度分散。雖然機構大量持有公司的股票，但是單個機構對單個公司持股的比例則有限。在 31 家企業中，平均前十大機構投資者的合計持股比例為 29.62%，即平均每家機構持有公司的

⁵ 參見 <http://www.conference-board.org/>。

⁶ 根據機構投資報告的數據，截至 2005 年，機構投資者擁有美國一千家最大公司 69.4% 的股權（The Conference Board：*The 2005 Institutional Investment Report*）。

股份不到 3%。另一方面，這些公司中持股 5% 以上持股人和內部人員持股比例合計平均為 4.64% (其中如果剔除 Wal-Mart 和 Berkshire Hathaway 兩家公司，平均值僅為 2.59%)。這說明大企業中，單個機構和個人持有一公司 5% 以上股份的情況是非常罕見的，多數大企業的股權呈現高度分散狀態。

3) 個人直接持股比例低。對 31 家大公司的主要直接持有人持股比例的統計表明，除美國國際集團 (AIG) 和戴爾 (DELL) 兩家公司有大量的直接持有人外，其他公司的個人直接持股比例都很低。⁷ 31 家平均值為 1.43%，如果剔除上述兩家公司，平均值僅為 0.2%。

事實上，現在在美國，不僅上市公司的股權，就是許多還處於創業階段的未上市公司的股權也在很大的程度上社會化了。這是由於越來越多的機構投資者把私募股權基金 (即風險創業基金) 包括在他們的投資組合中。表~7 清楚地反映了美國私募股權基金來源在 20 世紀末的變化，其中養老基金、捐贈基金等社會化資本的比例從 1978 年的 24% 迅速增長到 1988 年的 58%，而同期個人和家庭的資金在私募股權資金中的比例則從 32% 直線下降到 8%。

表~7：美國私募股權投資資金來源的變化 (%)

年份	養老基金	保險公司	大企業	外國投資	捐贈基金	個人或家庭
1978	15	16	10	18	9	32
1988	46	9	11	14	12	8

資料來源：轉引自盛立軍、李淵浩、趙寧，2007：47。

伯利和米恩斯以後，美國公司股權的進一步分散化和多元化，證實了他們對現代企業產權制度演變趨勢的預言；而機構投資者在他們之後的成長和發展，表明現代企業產權制度的演變進入了一個新的階段。在這個階段，特別是由於共同基金和退休養老基金的發展，機

⁷ 雖然，像 Wal-Mart 這樣的企業存在大量家族控制的股份，但是這些股份主要是通過信託投資的形式持有的，而不是直接掌握在個人手中。

構取代了個人成為資本市場的主角，也即上市公司的主要股東。當然，這些機構並不是它們所經營之資本的真正所有者，而只是這些真實所有者的代理或替身，因此，我們把這些機構投資者稱為替身股東或替身所有者，而把企業產權制度的這一變化稱之為“所有者替身化”。由於投資機構是受無數個人投資者的信託，替他們管理財富、運作資本，而這部分信託資產已經成為美國經濟中最龐大的資產、持有美國上市公司的最大比例的股權，並開始對美國的公司治理發揮日益顯著的影響，據此，越來越多的學者認為，錢德勒所說的“經理資本主義”已經被他們所稱之為的“信託資本主義”（Fiduciary capitalism）所取代（Hawley and Williams, 1996）。⁸

所有者替身化造成資本所有權和資本經營權的分離，從而使現代企業的產權演變進一步深化。這一分離與伯利和米恩斯所揭示的“經理資本主義”時代企業所有權和經營權的分離一起，構成了我們認為是現代企業產權演變全部內容的“三權分離”，即資本所有權、資本經營權 / 企業所有權、企業經營權三者的分離。至此，我們可以根據企業產權的演變，大致劃分出企業發展的三個階段，即早期業主制企業（業主制資本主義），經理資本主義，和信託資本主義。這三個階段企業的產權結構具有明顯的區別。第一個階段是出資、創業和經營管理三位一體，第二個階段是企業所有權和經營權的分離，第三個階段則是資本所有權和經營權的進一步分離。圖~2 是企業產權演變三個階段的一個直觀的說明。

⁸ Michael Useem 在同年（1996）出版的書則把美國經濟和企業發生的這種變化稱之為“投資商資本主義（Investor capitalism）。”他同樣認為：“投資商資本主義結束了不受約束的經理壟斷的時代”（Useem, *Investor Capitalism: How Managers Are Changing the Face of Corporate America*）。相比較而言，信託資本主義比投資商資本主義更能反映我們所討論的股東替身化的實質。事實上，在美國的學術界，現在更為流行的是“fiduciary capitalism”（信託資本主義）這個概念。

圖~2：企業產權結構的演變

產 權 結 構	早期業主制企業	“經理資本主義”	“信託資本主義”
	三位一體	兩權分離	三權分離
		股東	終極所有者
	業主兼經營者	經營者	替身所有者 / 機構股東
企業組織	企業組織	企業組織	

馬克思早在一百多年前論述股份公司時就說過，股份公司的出現，使“那種本身建立在社會生產方式的基礎上並以生產資料和勞動力的社會集中為前提的資本直接取得了社會資本(即那些直接聯合起來的個人的資本)的形式，而與私人資本相對立，並且它的企業也表現為社會企業，而與私人企業相對立。這是作為私人資產的資本在資本主義生產方式本身範圍內的揚棄。”(《資本論》1975，卷3，27：493)。二百多年來企業所經歷的三個發展階段，清楚地向我們展示了，從古典的業主制企業到今天的由多元產權結構主導的現代公司制企業，私有產權被不斷地被揚棄。如果按照馬克思對股份制企業的理解來看待多元產權結構的現代企業，我們還能稱它們為資本主義的私有企業嗎？

(四) 美國經驗，還是全球趨勢？

以上關於企業發展和產權演變的討論根據的是美國的經驗，引證的是美國的案例和資料，那麼，美國的經驗是否具有一般的意義，是否代表世界各國企業發展和演變的一般趨勢呢？對於這一點，學術界一直存在不同的意見，而且否定的意見似乎佔上風。但是我們認為，雖然不同國家的企業制度毫無疑問會有不同的特點，企業產權從個人和家族私有向分散化、多元化和社會化的方向演變卻是一個全球的趨勢，因為這種演變是生產關係適應生產力社會化發展和現代社會各種

交往關係發展的必然結果。我們的理解不僅有學理的依據，而且有實證的支持。

表~8：控制的集中程度和公司規模，1996~1999年

國家	類型	平均市場股本	公眾持有	家族持有	政府持有	公眾持有公司	公眾持有金融機構	雜項 ^a	交叉持股
法國	最大的 20 家	16,467.1	60.00	30.00	0.00	0.00	10.00	0.00	0.00
	中間的 50 家	149.9	14.00	68.00	6.00	2.00	10.00	0.00	0.00
	最小的 50 家	6.8	8.00	77.00	2.00	4.00	9.00	0.00	0.00
英國	最大的 20 家	40,563.4	90.00	0.00	0.00	0.00	10.00	0.00	0.00
	中間的 50 家	151.7	64.71	19.60	0.00	0.00	13.73	1.96	0.00
	最小的 50 家	4.2	42.00	38.67	0.00	0.00	8.00	11.33	0.00
德國	最大的 20 家	27,510.2	45.00	15.00	10.00	0.00	12.50	5.00	12.50
	中間的 50 家	158.3	10.00	75.00	2.00	7.00	4.00	1.00	1.00
	最小的 50 家	12.0	14.00	81.00	3.00	0.00	2.00	0.00	0.00
意大利	最大的 20 家	10,398.8	35.00	20.00	25.00	0.00	15.00	0.00	5.00
	中間的 50 家	320.4	8.00	63.00	6.00	6.00	14.00	2.00	1.00
	最小的 50 家	70.4	14.00	67.00	6.00	2.00	10.00	1.00	0.00
瑞典	最大的 20 家	9,575.2	80.00	5.00	5.00	0.00	0.00	10.00	0.00
	中間的 50 家	397.9	49.02	42.16	2.94	0.00	0.98	4.90	0.00
	最小的 50 家	44.0	32.00	63.00	0.00	0.00	3.00	2.00	0.00
總體 ^b	最大的	12017.2	45.24	27.24	12.20	1.09	8.46	4.42	1.35
	中間的	295.0	29.28	48.82	6.53	2.01	8.65	4.25	0.46
	最小的	38.9	25.32	59.66	3.72	0.90	5.17	4.80	0.44

註：構成本表的資料包括 5232 個公開上市公司，並根據公司的規模（市場股本）進行分組，給出最大的 20 個公司，中間規模的 50 個公司和最小的 50 個公司各組的均值。對公司數少於 120 個的國家，我們把最大的 20 個公司劃分為“最大的 20 個”組，並把剩餘的公司平均劃分為兩組。本表提供了在 20% 下限條件下由不同控制性所有者控制的公司的比例。

a 雜項包括慈善團體、財產信託、雇員合作社或國外投資者等。

b 本表省略了原表中奧地利、比利時、芬蘭、愛爾蘭、挪威、葡萄牙、西班牙和瑞士的統計，但總計中仍包含了這些國家的公司。

資料來源：Faccio and Lang, 載郎咸平（2004），352~353。

根據 Mara Faccio（University of Norte Dame）和朗咸平（香港中文大學）對歐洲主要國家的 5232 家上市公司的數據進行分析，發現

在歐洲，金融公司和大公司通常都採取公眾持有的形式，而非金融公司和小公司通常都採取家族控股的形式。英國和愛爾蘭的公司股權結構與美國接近，公眾持有公司佔主導（Faccio and Lang）。雖然歐洲大陸的國家企業產權分散化的程度不如美國，但公司股權結構的模式與美國的相同，即股權分散的程度與公司的規模成正相關，而這反映的恰恰是現代企業產權演變的一般趨勢。表~8 反映的是 20 世紀末主要歐洲國家的公司股權結構。

不僅上市公司的股權結構歐美之間有完全相同的趨勢，就是歐洲未上市公司的融資來源也完全多元化和社會化了，個人和家庭在私募股權資金來源中的比例已經微不足道，不到 1%。表~9 是 2001 年和 2002 年歐洲私募股權基金的資金構成情況，我們可以看到，機構投資者提供了私募股權資金的九成以上。這與美國的私募股權資金來源的變化情況和趨勢（表~7）是十分一致的。

表~9：歐洲私募股權基金的資金來源，2001~2002 年 (%)

年份	養老基金	銀行	保險公司	基金的基金	企業	大學基金	資本市場	其他	個人或家庭	政府
2002	16.3	26.3	13.8	13.1	7.3	6	11.1	1.6	0.1	4.3
2001	26.8	24	12.3	12.2	5.8	6.6	6	2.2	0.5	3.7

資料來源：盛立軍、李淵浩、趙寧，2007：35。

本節對歐美日等發達國家的討論，僅限於宏觀概況的統計資料。事實上，這些國家具體的產權安排差別還是很大的，不過，上述數據告訴我們的這些國家企業產權演變的趨勢應該是毫無疑問的。⁹

⁹ 當然，即使在歐美發達國家，產權安排的差別還是很大的。Randall K. Morck (2005) 主編的 *A History of Corporate Governance Around the World: Family Business Groups to Professional Managers* (《公司治理的各國歷史：從家族企業到職業經理》) 一書，討論了世界上一些主要國家的公司治理結構和產權演變的歷史及其背後的原因。儘管該書中各國別史的作者常常爭論各國的特殊性，並挑戰產權演變趨同的看法，但他們論點背後的理據大都在肯定產權演變趨同的走向。

二、現代企業產權革命的主要內容

在對現代企業產權演變做了上述的概述以後，這一節裡我們要對現代企業產權革命的內容做進一步的探討。在上一節裡，我們看到，現代企業產權演變的一般趨勢是產權的不斷分散化、多元化和社會化，與這種變化相對應的則是所有者職能的日益替身化。產權分散化比較容易理解，它指的是企業股權從集中走向分散，從少數個人或家族持有走向社會公眾持有；所謂產權多元化，是指企業所有者從私人~家族的單一類別發展成不同類型的投資者結構；所謂所有權社會化，則是指在這多元的所有者當中，代表社會利益的那些所有者的股權比例，長期趨於提高。通過社會化，現代企業中的資本主義私有產權逐漸被揚棄，企業在法權意義上日益成為“民有民享”的社會化經濟組織，這是現代企業產權演變中最具革命意義的部分。至於所謂“替身化”，則指所有者自己不直接出面履行企業股東之職能，而是將其委託給職業資本管理人代行其職，這些資本管理人或產權經營者於是成為最終出資者的“替身”；而這些最終出資人不出現在企業股東名冊中，成了站在企業之外的法律意義上的名義所有者。由於這樣的發展，不僅企業的所有權和經營權發生了分離，企業的資本所有權與資本經營權（即企業所有權）也發生了分離。

（一）所有權分散化

在上一節中，我們已經對所有權分散化做了相當充分的論述。由於現代企業規模鉅大，需要大量的投資，承擔鉅大的風險，很少有人能夠或願意獨立出資來創辦現代大企業，通過股份有限公司的形式來募集資本成了創辦現代企業的基本方式，而股份公司的股權結構必然導致企業股權的分散。隨著時間的推移，和各種經濟社會力量的推動，

企業股權的分散也會不斷加速。現代企業通常只有在創業時代股權比較集中，而這時企業的規模一般都比較小。隨著企業的不斷擴張，走向成熟，特別是在創業一代離開企業以後，企業的股權便迅速走向分散。第一章所討論的美國標準石油（美孚）公司、美國電話電報公司、賓州鐵路公司、和美國鋼鐵公司股權在短短的一代人多一點的時間迅速分散的例子就是很好的證明。表~6 所列的現代美國大公司，它們發行的股票絕大多數都在數億至數百億股，但單個機構和個人持股比例超過 5% 的極少，股權呈高度分散狀態。

（二）所有權多元化

作為現代企業產權革命的內容及其結果，現代社會中出現了多種企業產權形態。除了經典形式的私人資本所有權之外，我們可以發現，還有以下三種不同的企業產權形態，也就是說，在現代企業中可以看到四種不同的產權形態。它們是：1）經典形式的私人資本，2）聯合起來的私人資本，3）社會集體的聯合資本，4）法人社會資本。

經典形式的私人資本一般比較容易理解，它為個人和家族所持有，其產權關係比較簡單明瞭。在大多數的中小企業中以及在第一代的創業企業中，私人 and 家族資本佔主導地位的情況仍然比較普遍。創業企業指的是第一代創業者仍在經營的企業。我們可以很容易理解，在這樣的企業中，儘管這些企業的規模可以很大，股權通常比較集中的掌握在創業者及其家族手中。比較典型的例子是全球第一大企業沃爾瑪。另外福特汽車公司在 1956 年公開上市以前，股權也完全由福特家族控制（劉昶，2007）。

如我們在前一章討論過的，隨著企業的成長，時間的推移，私人資本在企業中的股權趨向於分散和減少。而其他三類股權資本的比重則不斷增加。下面我們要討論的主要是經典的私人資本以外的其他三

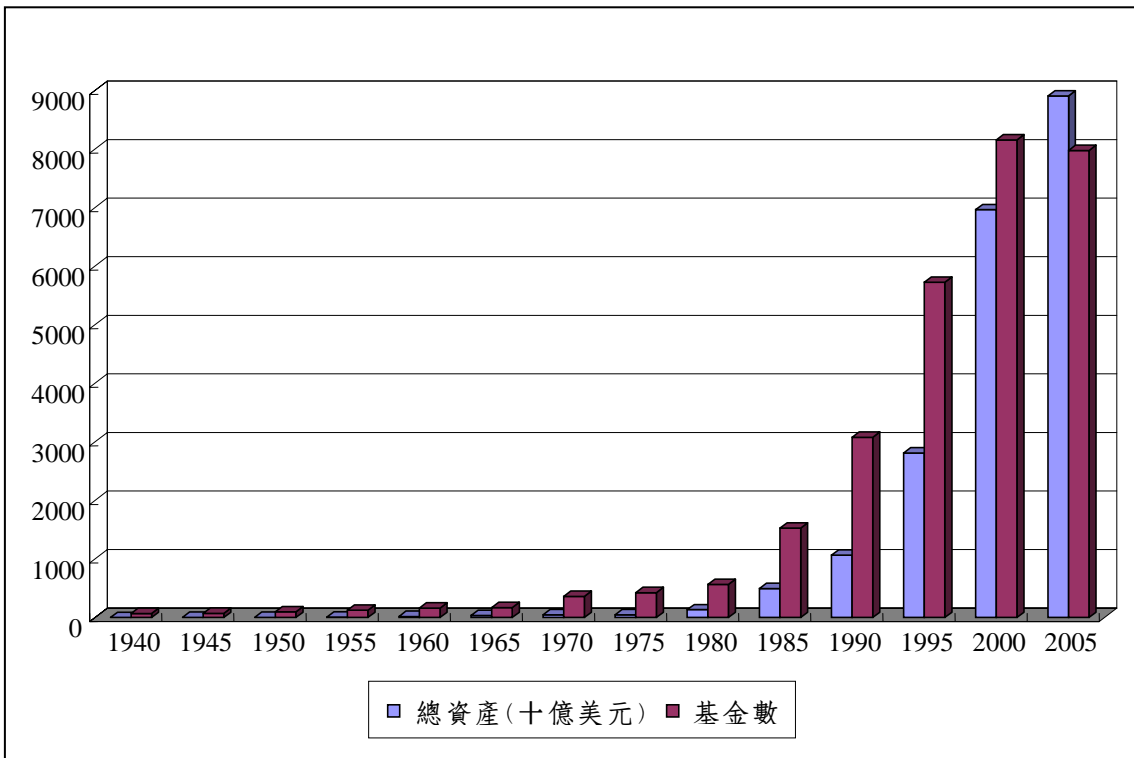
類資本形態。

1) 聯合起來的私人資本。這主要指以共同基金為代表的、集合眾人資金，委託專人經營管理的公司型的投資資本。另外，保險公司、特別是人壽保險公司管理的資本也基本屬於聯合起來的私人資本。共同基金公司本身是企業，追求企業的利潤；但它所管的資本，來自社會各種投資者的委託基金，它通過投資業績吸引社會投資者，通過收取手續費獲得營業收入；所管資本獲得的投資增值，則屬於全體投資大眾。就資本收益權而言，它歸聯合起來的大眾，但就資本的運作權而言，則歸職業資本管理者。由於越來越多的養老基金注入共同基金中，共同基金的屬性已不完全是聯合的私人資本，在很大程度上它也屬於社會集體的聯合資本。所以我們在討論該類資本形態時，還會涉及到共同基金。

共同基金是把廣大中小投資者的資金集中起來，以投資組合方式，集體投資於股票市場、債券市場或貨幣市場，藉以分散投資風險的金融工具。1940年代和1950年代中，共同基金在美國開始迅速發展。1940年，共同基金淨資產總額僅4.5億美元。到了1960年，基金淨資產已超過170億美元。1970年代中期開始，由於退休養老基金的大量注入，共同基金發展加速，產品和服務更加趨於多樣化。1990年代以來，美國共同基金保持了十年強勁的增長勢頭，資產規模從1990年代初的一萬億增長到1990年代末的6.8萬億美元。2005年，美國共同基金資產總額為8.9萬億美元，共有7977隻共同基金，持有者賬戶2.777多億個。

共同基金的迅速發展是近年來一個全球現象，它同世界各國的經濟發展水平基本同步，隨著世界各主要國家居民儲蓄、特別是退休養老儲蓄的增加，機構投資的增長，共同基金在世界範圍內成長勢頭十分迅猛。在1998~2005年的八年間，全球共同基金資產總值差不多翻了一番，從不到9.6萬億增加到近18萬億美元。

圖~3：美國共同基金的成長，1940~2005年



資料來源：The Conference Board：2006 *Investment Company Fact Book*。

戰後以共同基金為主的聯合起來的私人資本在美國及其他發達國家的迅速發展，反映了這些國家企業產權日益多元化和社會化。共同基金已成為發達國家上市公司的重要股東，持有的上市公司股權比例也日益增加。比如，共同基金在美國股市持股比例在1950年的不到4%，現已增長到接近20%。¹⁰

2) 社會集體的聯合資本。這是指為各種社會群體的相關利益服務而成立的投資基金，這些基金的設立和運作通常有政府的相關法律為依據並受其限定。常見的有政府公務員、教師等公職人員群體的退休養老基金，以及各種企業雇員退休養老基金。

在美國，退休養老基金主要有三種：公司養老基金（private pension fund）、公共或政府養老基金（public pension fund）、個人

¹⁰ New York Stock Exchange, NYSE data (來自紐約證券交易所網站 NYSE.com)。

退休賬戶（IRAs, Individual retirement accounts）。公司養老基金通常由各個公司自行成立（也包括一些同行業雇員組成的養老基金），參與者是自己的雇員。政府養老基金則多由州或地方政府成立，參與者是當地的政府雇員，包括公立學校教師等。無論是公司養老退休計劃、還是政府養老退休計劃都能享受稅收上的優惠，因為參加者的個人繳費是稅前從個人收入中扣除的，個人在退休後開始支取養老金時才為這部分收入繳稅。這時，個人因退休而收入降低，個人所得稅率也相應降低。另外，這兩種退休計劃的參加者的個人繳費一般都能享受雇主的匹配付款。個人退休賬戶則是個人在上述兩種退休計劃之外的補充養老儲蓄，個人退休賬戶也享受一定金額（目前是每年 3500 美元）的延期（至退休）繳稅的優惠。個人退休賬戶通常由共同基金來管理。

表~10：美國各類養老基金的成長，1994~2005 年（萬億美元）

退休養老基金分類	年金	政府養老基金	公司養老基金	個人退休賬戶	總計**
1994	1.1	1.4	2.9	0.5	5.9
1995	1.3	1.7	3.4	0.6	7.0
1996	1.5	2.0	3.7	0.6	7.8
1997	1.7	2.3	4.3	0.7	9.0
1998	2.2	2.6	4.7	0.8	10.3
1999	2.7	3.0	5.2	0.9	11.8
2000	2.6	3.0	5.1	1.0	11.7
2001	2.6	2.7	4.9	1.0	11.3
2002	2.5	2.5	4.4	1.0	10.4
2003	3.0*	3.1	5.2	1.1	12.3
2004	3.3*	3.5	5.5	1.3	13.6
2005	3.7*	3.7	5.7	1.4	14.5

* 為估計數。

** 因四捨五入，總計數與分類數合計或有差別。

資料來源：Investment Company Institute, Federal Reserve Board, National Association of Government Defined Contribution Administrators, American Council of Life Insurers, and Internal Revenue Service Statistics of Income Division。

由於政府立法和稅收上的支持，特別是戰後人口和經濟的成長變化，退休養老基金在美國增長很快。截至 2005 年底，美國的退休養老金資產總額達到了創紀錄的 14.5 萬億美元，佔全美家庭資產總額的三分之一以上，大大超過了美國當年的 GDP（2005 年美國的 GDP 接近 12.5 萬億美元）。表~10 是 1994~2005 年美國各類退休養老基金的增長情況。

退休養老基金在美國的成長並非例外，它在很大程度上代表了發達國家經濟社會發展的長期趨勢。從下列來自 OECD 的統計中我們可以清楚地看到，退休養老基金的資產在大多數發達國家中相當於國內生產總值的七、八成以上。表~11 是世界上一些主要國家養老基金對 GDP 的比重。

表~11：主要經合組織國家養老基金佔 GDP 比重，2001~2004 年 (%)

主要經合組織國家	2001	2002	2003	2004
澳大利亞	57.7	58.1	56.1	72.7
加拿大	53.3	47.8	52.1	52.1
法國	3.9	6.6	7.0	7.0
德國	3.3	3.4	3.6	3.8
愛爾蘭	44.3	35.1	39.4	42.6
意大利	2.3	2.4	2.5	2.6
日本	13.9	14.1	15.3	14.2
韓國	—	1.5	1.6	1.7
墨西哥	4.3	5.2	5.8	6.3
西班牙	5.8	5.7	6.2	9.0
瑞典	8.3	7.7	7.8	12.7
英國	72.5	72.5	65.1	65.1
美國	93.9	82.0	92.0	95.0
G 10 合計	86.5	75.8	83.9	86.4
歐元區	70.2	52.0	63.7	59.6
經合組織國家總計	84.9	74.2	81.9	84.1

資料來源：OECD：Global Pension Statistics。

養老基金主要投資於各類資本市場以謀求高於銀行利率和通貨

膨脹率的收益，其投資組合取決於基金的投資目標，並受到各種條件（如資產流動性、通貨膨脹敏感性、投資期間、政府監管、稅收和會計等）的制約（戴維斯和斯泰爾，2005：42）。表~12 是 1998 年西方主要各國養老基金的投資組合情況。

表~12：發達國家養老基金投資組合，1998 年（%）

	國內股票	國內債券	貸款	不動產	國外資產	其他
英國	52	14	0	3	18	13
美國	53	21	1	0	11	14
德國	10	43	33	7	7	0
日本	23	34	14	0	18	11
加拿大	27	38	3	3	15	14
法國	10	65	18	2	5	0
意大利	16	35	1	48	0	0

資料來源：戴維斯和斯泰爾，2005：24。

由於大量投資於股票市場，現在，在美國，退休養老基金作為一個整體，已經是美國上市公司的最大股東。在 1990 年代中期，美國的退休養老基金就已持有美國全部上市公司 30% 以上的股權（孟克斯和米諾，2006：123），到 2005 年末，退休養老基金已經持有美國所有上市公司 40.7% 的股權資產。¹¹ 在許多大公司中，退休養老基金的股權比例都大大超過了 50%。¹² 表~13 是 2002 年退休養老基金股權比例最高的十家公司，在這十家公司，養老基金股權比例都超出了 75%。

¹¹ Investment Company Institute：Research Fundamentals, July 2006 Vol. 15, No. 5。英國這方面的情況與美國很接近，關於英國的情況可以參看 Franks, Mayer, and Rossi (2005)。

¹² 退休養老基金不僅是美國公司最大的股東，也是美國公司最大的債權人，因為在它的投資組合中，也有很大的比例投資於公司債券。據美國著名企業管理學家德魯克 1991 年估計，養老基金握有美國大公司 40% 的中期和長期債權。德魯克說，如金融教科書近年來反復強調的，債權人的權力與股東的權力是同樣大的，有時甚至更大。但這一重要發展迄今未引起人們足夠的重視（Drucker, 1998：279）。

表~13：退休基金股權比例最高的十家美國公司，2002 年

公司	2002 年養老基金在公司股權中的百分比%	銷售 (百萬美元)		美國財富 500 強排名		市值 (百萬美元)
		2006 年	2005 年	2006 年	2005 年	
Procter & Gamble	94.65	68,222	56,741	24	26	190,000 (2005/12/31)
Sherwin-Williams	91.56	7,810	7,191	311	331	6,421 (2006/6/30)
Abbott Laboratories	90.23	22,476	22,337.8	93	100	72,914 (2005/7/1)
Pfizer, Inc.	85.5	48,371	47,405	31	24	136,000 (2006/6/30)
BB&T Corp.	81.69	94,140	7,831.5	292	312	22,400 (2006/6/30)
Anheuser-Busch	81.59	15,717	15,035.7	146	139	35,240 (2005/6/30)
Coca-Cola	81.47	24,088	23,104	89	92	95,706 (2006/6/30)
General Electric	77.39	163,391	147,956	7	5	367,300 (2006/6/30)
Texas Instruments	77.65	14,255	12,335	167	166	43,525 (2006/6/30)
William Wrigley, Jr. Co.	75.55	4,686	4,159.3	482	496	8,406 (2006/6/30)

資料來源：Zanglein and Schliserman, 2004 :13；相關公司 2006 年年報；<http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500/>。

退休養老基金除了直接投資股市外，還有很大的比例是通過共同基金投入資本市場的。2005 年，美國共同基金賬戶總值 8.9 萬億美元，其中 3.4 萬億是退休養老基金，佔共同基金總值的 38.67%。表~14 反映的是 1991 年以來共同基金中退休養老基金的比重以及成長。而根據有關資料顯示，共同基金中的退休養老資金近 70% 是投資於資本權益市場的（2006 *Investment Company Fact Book*：66）。

退休養老基金作為社會集體的聯合資本，在現代企業多元化的產權結構中比重越來越大，成為英美等發達國家上市公司的最大股東。這種資本就其法權性質來說完全是民有民享的社會化資本，它的成長和發展深刻改變和揚棄了發達國家的私有產權制度。它與下面要討論

的法人社會資本一起，構成了現代企業中社會化產權的最主要部分。

表~14：共同基金中的退休賬戶資產和比例，1991~2005年（十億美元）

	共同基金資產總值	退休賬戶總值	退休賬戶%
1991	1,393.19	322	23.11
1995	2,811.29	913	32.48
2000	6,964.63	2,492	35.78
2005	8,905.17	3,444	38.67

資料來源：2006 *Investment Company Fact Book*, 58, 71。

3) 法人社會資本。通過社會捐款和政府撥款等方式獲得的資本，這種資本運作產生的收益，服務於各種社會公共目標，如教育、科研、藝術、健康、環境、人道服務、公共福利、宗教和慈善事業等。而其運作與管理方式是註冊成立具有法人資格的基金會（Foundation）和捐贈基金（Endowment fund），或者是公益慈善機構（Charities），它們的產權屬性則是永久性的社會資本，因此我們把它們稱之為法人社會資本。法人社會資本可以是福特基金會或洛克菲勒基金會這樣的獨立基金會，也可以是哈佛、耶魯等大學的校產基金，或者，也有像阿拉斯加永久基金那樣由（阿拉斯加）州議會立法成立的公共基金。此外，各類公益慈善機構包括宗教教會的許多用於公益慈善的資產也應歸入這一類。¹³

美國基金會中心（Foundation Center）把基金會分為四類：獨立基金會（Independent Foundation），公司基金會（Corporate Foundation），社區基金會（Community Foundation）和運作型基金會（Operating Foundation）。根據該中心的統計，截至2005年底，美國各類基金會的總數為71,095個，這些基金會的總資產為5505億美元。表~15是2004~2005年這些基金會資產及發放和接受捐贈的統計。表~16是按資產排名的前十家基金會及它們的資產統計。

¹³ 由於我們沒有教會資產方面的資料，我們對這一類資產僅在此做一提示，不做具體討論。

表~15：美國各類基金會統計，2004~2005年 (百萬美元)

	2004	2005	變化(%)
所有基金會			
基金會個數(個)	67,736	71,095	5
發放捐助	31,844	36,403	14.3
資產總額	510,481	550,552	7.8
接受捐贈	23,989	31,465	31.2
獨立基金會			
基金會個數(個)	60,031	63,059	5
資產總額	425,103	\$455,570	7.2
公司基金會			
基金會個數(個)	2,596	2,607	0
資產總額	16,645	17,795	6.9
社區基金會			
基金會個數(個)	700	707	1
資產總額	38,782	44,583	15
運作型基金會			
基金會個數(個)	4,409	4,722	7
資產總額	29,951	32,603	8.9

註：增長率以現行美元計。本表只包括了近幾個財政年度發放捐助的基金會。

資料來源：The Foundation Center, *Foundation Growth and Giving Estimates*, 2007。

表~16：美國按資產排名的前十家基金會及其資產統計 (百萬美元)

排名	基金會 / (所在州)	資產	數據截止
1	Bill & Melinda Gates Foundation (WA)	29,154	12/31/2005
2	The Ford Foundation (NY)	11,616	09/30/2005
3	J. Paul Getty Trust (CA)	9,619	06/30/2005
4	The Robert Wood Johnson Foundation (NJ)	9,368	12/31/2005
5	The William and Flora Hewlett Foundation (CA)	8,521	12/31/2006
6	Lilly Endowment Inc. (IN)	8,361	12/31/2005
7	W. K. Kellogg Foundation (MI)	7,799	08/31/2006
8	The David and Lucile Packard Foundation (CA)	5,788	12/31/2005
9	The Andrew W. Mellon Foundation (NY)	5,586	12/31/2005
10	John D. and Catherine T. MacArthur Foundation (IL)	5,492	12/31/2005

資料來源：The Foundation Center, *Foundation Growth and Giving Estimates*, 2007。

上述基金會中心統計的各類基金的總資產雖然已經很龐大，但遠遠不能包括美國所有的基金會和社會法人資本。事實上，基金會中心統計和分類並未包括像哈佛大學、耶魯大學等的大學校產基金，也

沒有包括像阿拉斯永久基金這樣的公共基金，當然也沒有包括許多公益慈善機構的資產。我們知道，全美大學校產基金的總數應該是非常龐大的。根據 NACUBO(National Association of College and University Business Officers, 全美大學行政與財務管理者協會)的最近統計，全美國校產基金在一百萬美元以上的大學有 764 家，這些基金在 2006 年的資產總和超過 3400 億美元。表~17 是這些學校校產基金按不同規模的分組統計。

表~17：2006 年美國校產基金會總資產 (百萬美元)

基金規模	學校數	資產總和
校產基金一百億美元以上	5	87,310
校產基金 50~100 億美元之間	7	41,788
校產基金 10~50 億美元之間	50	100,007
校產基金 1~10 億美元之間	285	94,124
校產基金一億美元以下一百萬以上	417	16,849
校產基金會資產總和	764	340,081

資料來源：2007 NACUBO (National Association of College and University Business Officers) Endowment Study。

還有一類基金，不在上述討論之列，其資產規模也應該是很大的，這就是像阿拉斯加永久基金那樣由政府立法創辦，並由政府任命的人員管理，服務於社會福利的公共基金。阿拉斯加永久基金是一個公眾信託基金，1976 年阿拉斯加投票通過州憲法修正案建立。這個決議規定將 25% 的礦產資源紅利、稅收以及相關收入投入一個可投資創收的特殊基金之中。基金本金必須原封不動地保留，基金收益則用做公眾分紅。基金成立以來，運作非常成功，基金的資產增長很快。2006 年，阿拉斯加永久基金資產為 352 億美元，躍居全球一百家最大的基金之列。¹⁴

除了上述討論的各種基金會外，在美國還有一塊法人社會資本，

¹⁴ 資料來源：阿拉斯加永久基金官方網站 (<http://www.apfc.org/>)。

其數量也是鉅大的，這就是我們前面提到的公益慈善機構的資產。《美國新聞和世界報導》根據它們不同的服務對象，把美國慈善機構分為 21 個大類。其中僅僅是醫療保健機構，其資產數額就十分驚人。根據非贏利的 Commonfund 統計，¹⁵ 2005 年全美國 202 家的公益慈善醫療機構的可用於投資的資產總額達 8860 億美元（醫療保健機構是慈善機構中資產規模最大的一類）！其中：

41 家機構每家的資產超過十億美元；

45 家機構每家的資產在 5~10 億美元之間；

94 家機構每家的資產在 1.1~5 億美元之間；

22 機構每家的資產在 5100 萬至一億美元之間。¹⁶

這些公益慈善性質的醫療保健機構有的是以基金會形式運作的，有的則是醫院和醫學研究所。

把上面討論的各種基金（獨立基金等，校產基金和公共基金）和公益慈善機構的資產加起來，美國法人社會資本的總資產應該是非常可觀的。前兩部分的總資產（獨立基金等 5505.5 億美元，校產基金 3400.8 億美元）相加，就有 8906 億美元，再加上公益醫療機構的 8860 億，就有 1.7766 萬億美元，再加上阿拉斯加永久基金 352 億美元，則我們這裡討論的法人社會資本的總值就有 1.8 萬億美元之鉅。如果再把其他的慈善機構的資產和類似阿拉斯加永久基金這樣的政府基金全部計算在內，則美國的法人社會資本毫無疑問應超過二萬億美元。各種基金會的平均投資組合與養老基金的投資組合比較接近，其資產的大部分投資於股市，其餘則投資於債券、貨幣市場、私募股權基金、不動產、國外資產等等。這樣作為法人社會資本的基金會和慈

¹⁵ Commonfund 是一個非贏利機構，致力於加強教育機構、基金會和非贏利醫療機構的財政資源。

¹⁶ 資料來源：Commonfund 網站（http://www.commonfund.org/Commonfund/CF+Institute/CI_About_CBS_studies.htm）。

善機構也就成為美國上市公司的重要股東。表~18 是美國不同的機構投資者的資產組合的一般情況。

表~18：機構投資者資產組合，2001 年

分類	股權%	債券%	現金%	其他%
私人信託	46	17	7	30
州與地方養老基金	56	33	5	6
公司養老基金	58	37	3	2
開放式共同基金	69	30	0	2
封閉式基金	22	78	0	0
人壽保險公司	28	56	6	10
財產和災害保險公司	20	59	5	16
銀行和信託公司	12	28	—	60
基金會	56	26	13	5

資料來源：Zanglein and Schliserman, 2004：15~16。

本節討論了除經典私人資本以外的其他三種現代企業的產權形態，即聯合起來的私人資本，社會集體的聯合資本和法人社會資本。這三種產權形態和經典私人資本一起組成了現代企業多元主體的產權結構。這種多元產權結構從根本上改變了早期資本主義企業中勞資二元對立的財產關係，形成現代企業中多元產權主體共生共存、利益相關又相克的格局。由於這種變化，企業創造的經濟剩餘也從業主制企業時代的資本家獨享，變成現在多元主體的共享（史正富，2002），這又在很大程度上改變了基於勞資對立的貧富分化的社會關係。現代企業產權關係的這種演變是現代經濟社會發展的一個結果，其進步意義是不言而喻的。

（三）所有權社會化

如前所述，所謂所有權社會化，指的是在多元的所有者當中，代表社會利益的那些所有者的股權比例，長期趨於提高，並在現代企業中居於主導地位。根據 2.2 節關於三類資本的討論，我們可以看到，

第二和第三類資本即社會集體的聯合資本和法人社會資本是比較嚴格意義上的社會化資本形態。而第一類聯合起來的私人資本中除了有相當大的比重屬於第二和第三類資本外，就其本身來說，也已不是嚴格意義上的私人資本。如果按照馬克思對股份公司的看法（即股份公司使聯合起來的個人的資本取得了社會資本的形式），我們也可以從比較廣義的角度，把它看作是一種社會化的資本。從長期看，這三類資本、特別是後兩類資本在社會總資本中的比例趨於不斷提高。而純粹的私人資本的比例則必然不斷降低。表~19 反映了最近半個多世紀以來紐約證券市場各類股權數量上的變化，而表~20 則是根據表~19 計算出的各類股權比例的變化。這兩張表明顯地反映了歷史發展的這種趨勢。

表~19：美國股市各類資本持股情況，1950~2002 年（期末數據，十億美元）

類別	1950	1970	1990	1995	2000	2001	2002 年 第三季度
公司養老基金	1.1	67.1	595.0	1,289.2	2,195.1	1,925.8	1,414.8
政府養老基金	0.0	10.1	270.7	678.9	1,335.1	1,221.9	937.0
人壽保險公司	2.1	14.6	81.9	315.4	940.8	855.2	701.7
其他保險公司	2.6	13.2	79.9	143.2	194.3	173.9	150.3
共同基金	2.9	39.7	233.2	1,024.9	3226.9	2836.1	2,005.0
封閉基金	1.6	4.3	16.2	38.2	35.3	30.3	27.1
銀行信託	0.0	87.9	190.1	224.9	356.8	313.4	227.2
外國機構	2.9	27.2	243.8	527.6	1,625.5	1,533.8	1,192.9
家庭與非贏利組織	128.7	572.5	1,806.5	4,160.9	7,408.0	6,024.1	4,021.4
其他	0.8	4.8	25.3	80.6	294.1	331.0	282.7
股市總值	142.7	841.4	3,542.6	8,474.8	17,611.9	15,245.5	10,960.1

資料來源：New York Stock Exchange, NYSE data（見紐約證券交易所網站 NYSE.com）。

表~20 是根據表~19 而來。除了養老基金本身外，自 1996 年以來共同基金中有三分之一以上資金來自退休養老金（2006 *Investment Company Fact Book*）。另外，養老基金還有一定比例投資於保險公司。家庭及非贏利組織項裡包括了各種捐贈基金，屬於前面討論的第三

類，即法人社會資本。但我們無法知道這一類資產的確切數目。根據前一節討論的法人社會資本及其投資組合來估算，2001年各類基金會和慈善機構在美國股市的持股比例當在7%以上。即假設這類資本總值為二萬億美元，其投資於股市的比例為56%，則有：二萬億美元乘以56%再除以股市總值的15萬億美元約等於7.3%。而Herman書中提供的關於1978年機構投資者的數據顯示當年基金會和教育基金持股市值佔股市總值的3.57%（見表~5），也就是說，這一期間，法人社會資本在股市的百分比增長了一倍。這一估計應該不會離實際太遠。

表~20：美國股市中各類資本的百分比及歷年變化，1950~2002年（%）

	1950	1970	1990	1995	2000	2001	2002年 第三季度
公司養老基金	0.77	7.97	16.80	15.21	12.46	12.63	12.91
政府養老基金	0	1.20	7.64	8.01	7.58	8.01	8.55
養老基金小計	0.77	9.17	24.44	23.22	20.04	20.64	21.46
人壽保險公司	1.47	1.74	2.31	3.72	5.34	5.61	6.40
其他保險公司	1.82	1.57	2.26	1.69	1.10	1.14	1.37
共同基金	2.03	4.72	6.58	12.09	18.32	18.6	18.29
封閉基金	1.12	0.51	0.46	0.45	0.20	0.20	0.25
銀行個人信託	0	10.45	5.37	2.65	2.03	2.06	2.07
外國機構	2.03	3.23	6.88	6.21	9.23	10.06	10.88
家庭及非贏利組織	90.19	68.04	50.99	49.10	42.06	39.51	36.69
其他	0.56	0.57	0.71	0.95	1.67	2.17	2.58

為了討論方便，我們將上述表中的資本類別按照本章討論的四種資本做個區分：

- I. 經典形式的私人資本：“家庭與非盈利組織”中的家庭部分；
- II. 聯合起來的私人資本：共同基金、保險公司、銀行信託；
- III. 社會集體的聯合資本：養老基金、及部分共同基金和保險公司資產；
- IV. 法人社會資本：“家庭與非盈利組織”中的非盈利組織部分。

家庭及非贏利組織那一類中的家庭部分屬於純粹的私人資本，我們看到，這部分的比例從 1950 年的近 90% 跌到 2002 年的不到 30%（在扣除非盈利組織的部分後）。而代表社會集體的聯合資本和法人社會資本退休養老基金及非贏利組織的股權比例則從 1950 年的不足 3% 上昇到 2002 年的 30% 以上（除了養老基金本身的股權比例外，加上共同基金中的至少三分之一）。另外代表聯合起來的個人資本的共同基金、保險公司和銀行信託也從 1950 年的 5% 左右上昇到 2002 年的 20% 以上。這部分與嚴格意義上的社會化資本加在一起佔美國股市比例的 50% 以上，成為美國上市公司最大的股東。當然上述數字並不精確，但它足以告訴我們，美國現代企業所有權社會化的大趨勢。

從產權的性質來看，所有權社會化是現代企業產權變革中最具革命意義的部分，因為它揚棄了作為資本主義制度核心的私有產權，使現代企業在很大程度上成為“民有民享”的社會化經濟組織。而退休養老基金的迅速成長則無疑是現代企業所有權社會化的最重要最強大的推動力。

我們知道，退休養老計劃的參加者在個人繳費後一般都能享受雇主的匹配繳費，而公司養老基金中，雇主為雇員匹配支付的養老金是從公司收入（利潤）中支出的，這對企業的產權制度安排來說，是一個非常重要的變化，因為現在雇員實際上分享了企業的剩餘。不僅如此，養老基金中通常會有很大部分用來投資股票，而幾乎所有上市公司都會用本公司雇員的部分養老基金來購買本公司的股票，¹⁷ 因而養老基金不僅可以參與公司的股權分紅，還可以分享公司股權增值的收益，當然，也必然要承擔企業的風險。這樣，養老基金在雙重意義上

¹⁷ 根據 1998 年的數據，美國和英國的養老金投資於國內股市的比例都在 50% 以上，另外，還有部分基金投資於國外股權（戴維斯和斯泰爾，2005[2001]：24）。另外，美國的相關法律規定，員工的養老基金用於購買本公司股票的比例不得超過基金總額的 10%（U.S. code collection, Title 29, Chapter 18, §1107）。

分享了企業的剩餘，而雇員也通過養老基金而間接地成為公司的股東。

退休養老基金這一社會化資本在二次大戰後的迅速成長，大大加速了現代企業產權社會化的發展。時至今日，退休養老基金已經是美英等發達國家企業的最大股東。通過退休養老基金，企業的剩餘和經濟增長和發展的成果在日益增長的程度上實現了社會共享。¹⁸ 值得強調的是，這種社會共享不是通過收入再分配，而主要是通過產權社會化來實現的。相對收入再分配而言，通過產權社會化來實現經濟發展成果的社會共享，其制度成本更低，更容易得到社會各方的認同而不是抵觸，一般來說，它不需要借助大規模和激烈的政治過程的干預。¹⁹ 產權社會化因此為經濟發展成果的社會共享提供了一種可操作、可持續的制度安排和物質基礎。

退休養老基金的迅速成長以及它們在公司股權中日益擴大的份額，是最近半個多世紀來美國等發達國家最重要的經濟社會變化之一。早在 1976 年，美國的管理學大師德魯克就發表了書名為《看不見的革命：養老基金社會主義是如何來到美國的》的專著來討論退休養老基金在美國的成長及其意義。德魯克在書中說，這場看不見的革命指的是，美國的員工們通過他們養老基金的不斷積累已經控制了美國公司 35% 的股權，這大大超過了控股所要求的比例。德魯克說：“養老基金已經成為美國的新‘大亨’——它是任何社會裡都好像最不可能出現的主人。養老基金取得這種地位沒有經歷任何鬥爭，任何危機，任何‘問題’。這是一個驚人的成功故事——更為驚人的是還

¹⁸ 這並不是說在發達的西方國家已不存在階級差別和貧富分化。但是，現在西方社會的階級差別、貧富分化已經不能用簡單地用生產資料佔有的不平等或產權不平等來做充分解釋，而必須更多地考慮各類政治、社會、及文化資源佔有的不平等。就現代企業本身來講，更多的是公司治理的問題，而不是企業產權的問題。這些已經超出了本文討論的範圍，當有深入專門的研究來回答。

¹⁹ 當然，這並不是說這個過程是個無衝突的過程，相反，企業產權演變的過程必然充滿了各種利益的衝突和博弈，只不過這些衝突博弈沒有採取激烈的暴力形式罷了。

沒有任何人給予它以足夠的注意。”德魯克預言按照這樣的趨勢，到1985年養老基金控股的比例會達到70%，從而使美國的雇員們通過退休養老基金而成為美國生產資料的真正所有者。“如果社會主義的定義是生產資料的工人所有制，……那麼，美國就是第一個真正的社會主義國家。”（Drucker, 1976）。雖然目前的發展並未達到德魯克所預言的比例，但他所預言的這個方向及其結果則是勿庸置疑的。前面已經討論過，截至2005年，養老基金已持有美國40.7%的股權資產（*The 2005 Institutional Investment Report*）。這即使稱不上是德魯克所說的“養老基金社會主義”（pension fund socialism），也可以像一些學者那樣，將其稱之為“養老基金資本主義”（pension fund capitalism）（Zanglein and Schliserman, 2004；孟克斯和米諾，2006）。

以退休養老基金的迅速成長和不斷積累為主要推動的所有權社會化，深刻地改變了、並仍在改變著發達國家的經濟社會生活和企業產權制度，這是馬克思當年沒有、也不可能預測到的發展。撇開社會主義、資本主義這樣的意識形態爭論，這場“看不見的革命”正在——如果不是已經——變革和揚棄發達國家的私有產權制度，則是勿庸置疑的事實。而發達國家的這種經驗又是後進國家日後發展的榜樣和參照。充分理解這一發展及其意義，我們對中國大型國企產權改革的戰略選擇就會有一個全新的思考角度。

（四）所有權替身化和三權分離

在現代企業所有者走向多元化與社會化的同時，必然發生各類所有者委託他人代為履行其所有者職能的情形，我們把這一變化稱之為所有者替身化。所有者替身化是所有主多元化與社會化的必然產物。如我們前面所討論過的，隨著二次大戰後經濟社會的發展，人口結構

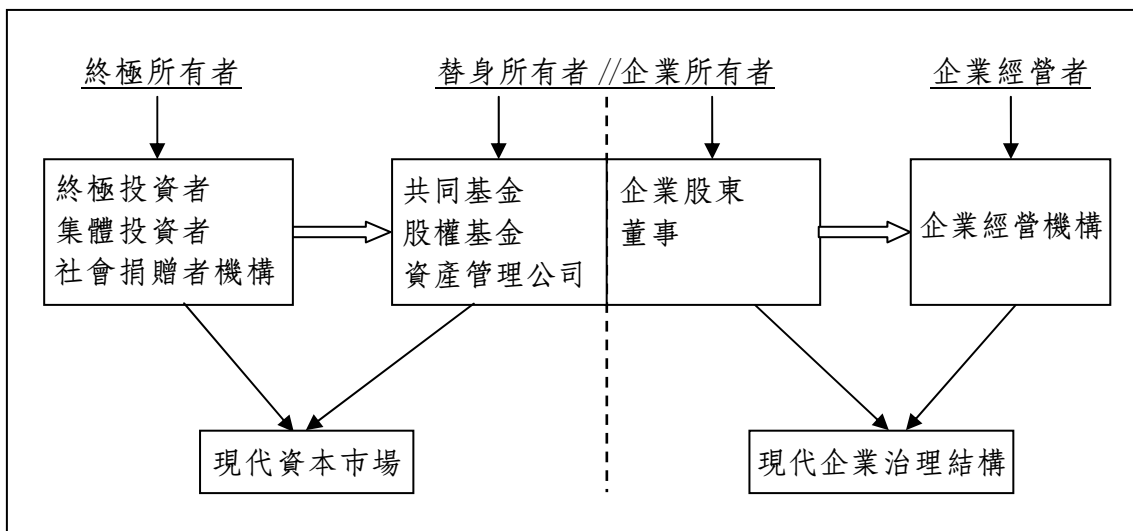
和退休養老制度的變化，越來越多的人把現在的儲蓄和對將來的儲蓄通過投資公司，特別是養老基金和共同基金，直接或間接地投入到資本市場。顯然，做為儲蓄投資者和養老金投資者的這些中小股東是沒有足夠的股權、時間、精力、和專業知識來運作自己的投資的，當然也不可能履行他們所投資公司的所有者的職能的，他們勢必要把自己的資金委託給專業的資本經理人來管理，把所有者的職能讓渡給受託管理他們儲蓄投資的機構，這些專業的資本經理人和機構就成了他們的替身所有者。替身所有者，或職業資本經理人，做為一個現代社會的職業階層，他們用自己的專業知識行使替社會理財，即管理和運作社會化的財富和資本的職能。

替身所有者已成為現代企業各類股東中最為重要的一類，形式包括各類投資基金，有的稱為“資金經理人”（money manager），主要指共同基金類從業者；有的稱“股權經理人”（equity manager），主要指私募股權投資基金的從業人員。雖然他們管理的資本不同，前者為共同基金，後者為私募股權基金；受託的主體也不同，前者為普通的儲蓄投資者，後者為追求高額回報的風險投資者。這兩類替身所有者的共同特點是，以自己的專業知識和能力取得終極資本所有者的信託，行使股權資本的管理權，並以不同的方式在不同的程度上參與受資企業的公司治理，行使企業所有者的權力。

替身所有者 — 職業資本經理人這種社會職業的出現，意味著資本的所有權與經營權的體制性分離。終極所有者不再出面擔任企業股東，而是委託職業資本管理者作為資本的替身行使股東權利；這些受託管理資本的人在產業企業中行使著真實有力的股東或董事權力，但其行權所憑藉的資本卻屬於他人，或可被稱為替身股東或替身所有者職能的現象，也就是說，真正的資本所有者把資本經過中介機構，即職業資本管理者，再投入目標企業。用專業話語來說，他的貨幣（財務）資本必須經由職業資本經營者才能轉化為職能資本。結果是，他

不僅不能參與經營企業，而且也不在企業股東名冊之內，他只是企業權益資本的出資人；實際在企業裡行使所有者權力（或股東權力）的主體已不是他，而是代他進行職能股權投資的資本管理者了。這些權力包括資本處置及企業治理的各個方面。當然，這個資本運行獲得的增值，大部分歸最終出資人，小部分歸資本管理者；因此，在這個終極意義上，出資人應是真正的企業所有者，而資本管理人只是他的替身，是謂替身股東。

圖~4：現代企業與資本市場



資本所有權與經營權的分離，加上企業所有權分散化、多元化、社會化而導致的企業所有權和經營權的分離，代表了現代企業產權制度演變之全部內容的“三權分離”，即資本所有權、資本經營權（即企業所有權）、與企業經營權三者之間的制度性分離（見圖~4）。這種三權分離一方面是現代企業產權演變的結果，另一方面，也是現代資本運作和企業經營管理日益專業化的必然要求。在這個三權分立的現代企業產權結構中，替身所有者佔據著非常關鍵的位置，扮演著重要的角色，他連接著終極所有者和受資企業，既管理和運作資本，也參與公司治理。因此選擇有效的替身所有者，建立替身所有者的有效運行機制和監督管理機制，就成了現代企業和現代經濟健康成長的一個

重要關鍵。理解這一點，對於我們選擇大型國企改革的戰略至關重要。

三、現代企業產權革命的意義和啓示

西方現代企業產權制度的革命，在很大程度上揚棄了古典意義上的私人所有制，實現了產權安排的高度多元化和社會化。這場看不見的、靜悄悄的革命可以說完全是發達國家經濟社會生活的內在邏輯推動的結果，它是現代社會各種交往關係發展的產物，是生產關係適應生產力發展在微觀制度層面的體現。馬克思曾經預言，資本主義私有制（生產關係）與現代社會化生產力之間的矛盾必然會導致資本主義私有制的滅亡；他認為由於資本家階級不會自動放棄他們的財產、自動退出歷史舞臺，這個過程要通過工人階級推翻資本家階級，建立公有制的政治革命來實現。他沒有、也不可能預見到，現代企業產權制度的演變會通過這樣一種波瀾不驚、和平演變的方式來展開；²⁰ 同樣他也不可能預見到，在發達經濟中，揚棄和取代私有產權的現實可行的制度安排是我們在本章中討論的產權多元化和社會化。歷史證明了馬克思，又超越了馬克思。

現代企業產權制度的這種演變無疑具有歷史的進步性，它為經濟發展和進步之成果的社會共享提供了一種可操作、可持續的制度安排和物質基礎。但這種產權演變的結果必然是企業的終極所有者缺位，其因應的制度安排不是所有者歸位，而是所有者替身化，即由職業的產權經營者來運作終極所有者的資本和行使企業股東的職能。發達國家現代企業產權制度的這些變化對我們選擇國企產權改革的戰略無疑是非常現實和有價值的借鑒和啟示。

²⁰ 非常有趣的是，1950年代，西方的預言家認為當時的社會主義國家會和平演變為資本主義。而我們在這裡看到的卻是西方的資本主義產權制度自那時以來是如何“和平演變”為社會主義的、或社會化的產權制度的。

值得指出的是，本書所討論的現代企業產權革命迄今為止並未得到學術界應有的注意和重視。無論是傳統的馬克思主義政治經濟學，還是主流的西方經濟學，對企業產權的看法都仍停留在亞當·斯密和馬克思的時代，也即第一次工業革命的時代，想當然地用私有產權來定義西方國家的現代企業。長期以來佔據經濟學主流話語權的產權理論並認定私有產權明晰是西方企業有效和成功的根本。這種知識上的盲點不僅誤導了國人的認識，更為有害的是誤導了國企改革的思路。在國企改革問題上不論是主張民營私有的觀點，還是主張由國資委來行使國企股東權力的觀點，其理論假設都是通過所謂所有者歸位來明晰國企產權，解決國企所有者缺位的問題。這兩種觀點都是源於對現代企業產權制度演變和革命的無知。在這種情況下，研究和討論現代企業產權革命所帶來的變化及其深遠的意義就顯得尤為迫切和必要。

徵引書目：

伯利（阿道夫·A·）和米恩斯（加德納·C·）（2005[1932]）：《現代公司與私有財產》，甘華鳴、羅銳韌、蔡如海譯，商務印書館。

布萊克福德（曼塞·G）：《西方現代企業的興起》，鎖箭譯，經濟管理出版社，2001年。

崔之元（1999）：《“看不見的手”範式的悖論》，經濟科學出版社。

戴維斯（E·菲利普）和斯泰爾（貝恩）（2005）：《機構投資者》，唐巧琪、周為群譯，中國人民大學出版社。

Faccio, Mara & Larry H.P. Lang（郎咸平）：〈西歐公司的最終所有權〉，載郎咸平（2004）《公司治理》，第352~353頁。

高程德主編（2000）：《現代公司理論》，北京大學出版社。

經合組織：〈全球養老基金統計〉。

郎咸平（2004）：《公司治理》，易憲容譯，社科文獻出版社。

劉昶：〈從福特公司個案看現代企業產權制度的演變〉，載史正富、劉昶（2007），第37~49頁。

馬克思：《資本論》（第三卷），人民出版社，1975年。

馬克思：《資本論》（第一卷），人民出版社，1976年。

孟克斯（羅伯特）和米諾（尼爾）：《監督監督人：21世紀的公司治理》，楊介棒譯，中國人民大學出版社，2006年。

盛立軍、李淵浩、趙寧（2007）：《機構投資與資產管理》，中華工商聯合出版社。

史正富（1993）：《現代企業的結構與管理》，上海人民出版社。

史正富（2002）：《現代企業中的勞動與價值：馬克思價值理論的現代拓展》，上海人民出版社。

史正富、劉昶編（2007）：《民營化還是社會化：國企產權改革的戰略選擇》，上海人民出版社。

Becht, Marco & J. Bradford DeLong (2005): “Why Has There Been So Little Block Holding in America,” in Randall K. Morck, pp. 613~660.

Chandler, Alfred D. Jr (1977): *The Visible Hand: the Managerial Revolution in American Business*. Harvard University Press.

The Conference Board: *The 2005 Institutional Investment Report*.

The Conference Board: *The 2006 Institutional Investment Report*.

Drucker, Peter (1976). *The unseen revolution: How pension fund socialism came to America*. New York: Harper & Row.

Drucker, Peter (2005[1998]) : *Selected Essays of Peter Drucker* (《現代管理宗師德魯克文選》英文版)，機械工業出版社。

Franks, Julian, Colin Mayer, and Stefano Rossi (2005): “Spending Less Time with Family: The Decline of Family Ownership in the United Kingdom,” in Randall K. Morck, pp. 581-612.

The Foundation Center, *Foundation Growth and Giving Estimates, 2007*.

Hawley, James P. and Andrew T. Williams (1996): “Corporate Governance in the United States: the Rise of Fiduciary Capitalism, a Review of the Literature.” Prepared for the Organization for Economic Cooperation and Development, Paris, France, January 31, 1996 (Winner, First Prize. Lens, Inc., 1996 International Corporate Governance Paper Competition).

Herman, Edward S. (1981): *Corporate Control, Corporate Power: A*

Twentieth Century Fund Study. Cambridge University Press.

Investment Company Institute, Federal Reserve Board, National Association of Government Defined Contribution Administrators, American Council of Life Insurers, and Internal Revenue Service Statistics of Income Division.

Investment Company Institute: *2006 Investment Company Fact Book*.

Investment Company Institute: *Research Fundamentals*, July 2006 Vol. 15, No. 5.

Morck, Randall K. (ed.) (2005): *A History of Corporate Governance Around the World: Family Business Groups to Professional Managers*. University of Chicago Press.

New York Stock Exchange, NYSE data, available at NYSE.com.

NACUBO (National Association of College and University Business Officers) (2007): *Endowment Study*.

OECD, *Global Pension Statistics*. 轉引自 OECD: *Pension Markets in Focus, Newsletter*, December 2005, Issue 2.

U.S. code collection, Title 29, Chapter 18, “Employee Retirement Income Security Program.”

Useem, Michael (1996): *Investor Capitalism: How Managers Are Changing the Face of Corporate America*. Basic Books. (該書中譯本由樊志剛等譯，由海南出版社1998年出版)

Zanglein, Jayne Elizabeth and Evan Michael Schliserman (2004): *Pension Fund Capitalism: the Pension Revolution Wall Street Noticed*. (未發表的工作論文)

網上資源：

阿拉斯加永久基金 (Alaska Permanent Fund Corporation) 官方網站：
<http://www.apfc.org/>。

<http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500/>

http://www.commonfund.org/Commonfund/CF+Institute/CI_About_CBS_studies.htm

<http://www.conference-board.org/>