

股权战争进入董事会时代，21世纪兼并收购世界的行业俯瞰

Pearson

股权战争进入董事会时代，21世纪兼并收购世界的行业俯瞰

股权战争进入董事会时代，21世纪兼并收购世界的行业俯瞰

门口的野蛮人 III

对冲基金与上市公司的战争

[英] 欧文·沃克 (Owen Walker) 著 燕斐 张鑫 译

海外借

股权战争进入董事会时代，21世纪兼并收购世界的行业俯瞰

— 股权兼并收购经典 —

Barbarians in the Boardroom

股权战争进入董事会时代，21世纪兼并收购世界的行业俯瞰

股权战争进入董事会时代，21世纪兼并收购世界的行业俯瞰

股权战争进入董事会时代，21世纪兼并收购世界的行业俯瞰

股权战争进入董事会时代，21世纪兼并收购世界的行业俯瞰



机械工业出版社
China Machine Press

· 股权兼并收购经典 ·

门口的野蛮人

对冲基金与上市公司的战争

[英] 欧文·沃克 (Owen Walker) 著 燕斐 张鑫 译



Barbarians in the Boardroom

Activist Investors and the Battle for Control of the
World's Most Powerful Companies



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

门口的野蛮人Ⅲ：对冲基金与上市公司的战争 / (英) 欧文·沃克 (Owen Walker) 著；
燕斐，张鑫译。—北京：机械工业出版社，2018.7

(股权兼并收购经典)

书名原文: Barbarians in the Boardroom: Activist Investors and the Battle
for Control of the World's Most Powerful Companies

ISBN 978-7-111-60376-4

I. 门… II. ①欧… ②燕… ③张… III. 企业兼并 - 美国 IV. F279.712.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 136167 号

本书版权登记号: 图字 01-2018-1204

Owen Walker. Barbarians in the Boardroom: Activist Investors and the Battle for Control of
the World's Most Powerful Companies.

ISBN 978-1-292-11398-2

Copyright © 2016 by Pearson Education, Inc.

Simplified Chinese Edition Copyright © 2018 by China Machine Press.

Published by arrangement with the original publisher, Pearson Education, Inc. This edition is
authorized for sale and distribution in the People's Republic of China exclusively (except Taiwan,
Hong Kong SAR and Macau SAR).

All rights reserved.

本书中文简体字版由 Pearson Education (培生教育出版集团) 授权机械工业出版社在中华人民共和国
境内 (不包括台湾地区和香港、澳门特别行政区) 独家出版发行。未经出版者书面许可, 不得以任何方式抄
袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有 Pearson Education (培生教育出版集团) 激光防伪标签, 无标签者不得销售。

门口的野蛮人Ⅲ：对冲基金与上市公司的战争

出版发行: 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码: 100037)

责任编辑: 董凤凤

责任校对: 李秋荣

印刷: 北京瑞德印刷有限公司

版次: 2018 年 9 月第 1 版第 1 次印刷

开本: 170mm × 230mm 1/16

印张: 13

书号: ISBN 978-7-111-60376-4

定价: 70.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

| 注释来源 |

B A R B A R I A N S I N T H E B O A R D R O O M

本书所包含的信息几乎全部源于对相应事件中人的采访（其中许多未署名），以及公司和法律文件（这些文件都是作者拥有的、公开有效的信息）。除非有特别标注，否则本书所有引用都来自访谈内容。其他信息来源和相关阅读材料可以在参考文献中找到。

| 作者简介 |

B A R B A R I A N S I N T H E B O A R D R O O M

欧文·沃克是美国、英国及欧洲地区涉及商务、投资领域得过奖的记者。他是《金融时报》伦敦特别记者小组责任编辑，曾任《金融时报》为美国董事会特别发行刊物的议程主编。他曾是培生集团养老金计划的董事。

| 致 谢 |

B A R B A R I A N S I N T H E B O A R D R O O M

首先，我要感谢在本书提及的故事中发挥重要作用的人，他们慷慨地牺牲自己的时间，花费了几个小时跟我叙述自己错综复杂的故事。我还要感谢调研公司的一些人，他们花费大量的时间和精力免费为我编制特定的数据集，尤其是 Activist Insight 公司的 Josh Black。我还要感谢我在《金融时报》出版社的编辑 Chris Cudmore，他帮助我从最初的概念转化成本书，并在整个写作过程中为我提供建议。

其次，我要感谢我在纽约的前经理 Andy Willmott 和 Dan Fink，他们让我在白天的工作中有时间和空间调研并写成本书。我还要感谢 Amanda Gerut，她就自己有关企业管理方面广博的知识为我提供了见解。还有 Tony Chapelle，感谢他对我提出的保持健康以及冷静的建议，以及我之前议程的小组成员：Melissa Anderson、Lindsay Frost、Marc Hogan、Jake Safane 以及 Lisa Botter。

最后，我要感谢家人的耐心支持。我的父亲 John，是最开始认为这是一个好题材的人。还有我的母亲 Edwina，以及 Sandra、Jo、Jack、Rose、Rory、Aibhe、Cliff、Sue、Dorothy、Alex、Priya、Leah、Lucy 和 Matt。但是最感谢的是我的妻子 Sarah，感谢她始终如一的支持和鼓励，更不用说每天为我准备的美味食物了。没有你，我什么都不能完成。

| 目 录 |

B A R B A R I A N S I N T H E B O A R D R O O M

注释来源
作者简介
致谢

| 第一部分 | 引 言

第1章 谁是激进投资者 2

企业掠夺者到激进投资者 3

激进主义者的崛起 6

卡尔·伊坎：激进投资者的教父 8

保罗·辛格尔：主权债务秃鹫 9

纳尔逊·佩尔茨：自称为构建式激进主义者 10

丹·勒布：大规模杀伤性信函 11

拉尔斐·怀特沃斯：公司治理专家 12

杰弗里·乌本：长期投资者 13

巴里·罗森斯坦：外柔内刚之道 14

克里斯·霍恩：英国乐善好施的激进主义者 15

比尔·阿克曼：肆意的激进主义者 16

杰弗里·史密斯：首席执行官最害怕的投资人 17

第2章 激进主义者想要得到什么，他们如何得到想要的 18

- 激进主义者想要得到什么 18
- 公司治理变革 19
- 将钱还给股东 20
- 企业重组 21
- 董事会和管理部门变革 21
- 复杂的并购和购置 22
- 收购 23
- 暴跌的股价 23
- 激进主义者如何得到他们想要的 24
- 发现目标 24
- 创始投资和初步联系 25
- 投票代理权的角逐 26
- 防御策略 28
- 股东大会 29

| 第二部分 | 战争

第3章 达登餐饮公司的董事会政变 32

- 太多面包条 32
- 快速服务 34
- 增加一些激进主义者 36
- 更多的激进主义圈 38
- 武装准备 40
- 特殊的会议 42
- 愤怒的龙虾 44
- 损害限制 46
- 董事会政变 48
- 余波 51

- 第4章 **雅虎包围战** 55
- 从航线到在线 55
 - 进行交易 56
 - 毒辣的笔头运动 58
 - 在董事会却不在董事会会议室 60
 - 笨蛋和小丑 63
 - 重启大规模毁灭行动 68
 - 阿里巴巴和激进投资者 70
 - 资产剥离的巨大改变 72
- 第5章 **美国艾尔建和非正式联盟** 76
- 文化冲突 76
 - 有创造力的伙伴 78
 - 珍珠港时刻 80
 - 沟通破裂 82
 - 纸牌屋 85
 - 投标报价 88
 - 寻找救星 92
- 第6章 **杜邦得不偿失的胜利** 96
- 化学反应 96
 - 化学分离 97
 - 备选方案 99
 - 暴风雨前的平静 101
 - 战线分明 103
 - 杜邦的提议 105
 - 权衡得失 107
 - 最后一击 109
 - 表现问题 112

| 第三部分 | 解 决

- 第 7 章 **微软关键的“休战”决定** 116
- 柔和的软件方法 116
 - 来自投资者的压力增加 118
 - 并不平静的董事会会议室 120
 - ValueAct 逐渐扩大的影响 122
- 第 8 章 **惠普四面楚歌的董事会** 125
- 董事会会议室的戏剧性事件 125
 - 硅谷上演的肥皂剧 125
 - 又一位离开的首席执行官 128
 - 重燃敌对行为 130
 - 激进主义者后遗症 134
- 第 9 章 **沃尔格林和特洛伊木马** 136
- 意见一致 136
 - 没有疗效的药 137
 - 厌恶情绪对调 139
 - 贾纳的 B 计划 144
 - 安排好的联合博姿 146
- 第 10 章 **联盟信托千钧一发之际停火** 149
- 被下毒的金杯 149
 - 麻烦重重的折扣 150
 - 散户投资者的重要性 152
 - 媒体斗争 154
 - 过度游说 155
 - 香槟后遗症 157

| 第四部分 | 结 论

第 11 章 **激进主义者示威游行** 162

美国的新兴之城 162

山头的金子 163

实现和平 166

最好的亦敌亦友 169

欧洲紧闭之门的背后 171

英国的激进主义：可能，终会到来 171

进入欧洲大陆的壁垒 174

亚洲敞开大门 176

对冲基金日益兴起的地方 177

在首尔寻求机会的投资者 180

第 12 章 **期望的负担** 183

后记 187

参考文献 193

| 第一部分 | 引言

B A R B A R I A N S I N T H E B O A R D R O O M



谁是激进投资者

人们对激进投资者的看法有着很大的分歧。一部分人认为，激进投资者是资本主义的首要功臣，是亚当·斯密的得道弟子，他们掌管着企业和董事会，例证出业绩最差的案例，确保企业符合股东的最大利益。另一部分人则认为，激进投资者正是受贪婪驱动的短期主义盛行的社会典型，他们为了攫取运作良好的公司的宝贵财产而不择手段——削减职位和研究预算，以便在目光转向下一个目标前快速捞上一笔。

人们对激进投资者的看法有着很大的分歧。

激进投资者得到了等量的赞扬和批评。日本首相安倍晋三欢迎激进投资者进军日本，他表示激进投资者的出现能够改革陈旧迂腐的董事会，相应地，也可振兴低迷的日本经济。不过，希拉里·克林顿则指责这些“只点火不抱柴的大亨”迫使企业牺牲自身长远发展来做出短期效益的决策。

全世界最知名的激进主义者同时也是最受人敬仰又最让人充满惶恐的投资者。目前由一小部分精英运作的激进对冲基金在美国地区的大公司发挥着重要影响——这种影响正逐渐席卷全球，而且其力量越来越强大。在过去的十

年里，受到激进主义者的逼迫而做出完全转变的公司的规模变得越来越大。辉盛（Fact Set）研究公司提供的数据表明，自2009年以来，在标准普尔500指数公司覆盖的美国500家上市公司中，超过40%的公司成为激进审查的目标，其中15%要面对公开对峙的局面。

无论是科技巨头（微软、苹果、索尼）还是历史悠久的公司（苏富比、杜邦、劳斯莱斯），无论是全球最大的品牌（宝洁、麦当劳、百事）还是国内产业（加拿大太平洋铁路公司、莫里森超市），各式各样的公司都面临激进主义者施加的压力。随着他们的名声和财政影响逐渐扩大，激进主义者有能力向更大的公司发动更为大胆的战斗。

从本质上看，激进投资者的方法相对直接。当他们判定一家公司做出彻底改变的时机已经成熟之后，就会买下公司的一部分——通常是5%~10%的股份，然后以股东的身份游说公司进行改变。激进主义者会尝试通过会议和信函等方式影响目标公司的董事会与管理层，也会通过法院、媒体和与其他投资者的关系对其进行进一步施压。

本书讲述的内容是激进对冲主义是如何变得如此成功并富有影响力的。在这几章中，我们将会涉及激进主义者主要想从公司获得什么以及他们如何使公司顺从自己的意愿等内容。通过对近几年一系列重大的激进运动进行案例分析——这些案例基于访谈，我们将会探究当激进主义者对这些全球最大的公司进行游说时他们是如何表现的。总结看来，我们要考虑到激进主义是如何进行演变的。但是首先，让我们了解一下激进投资从何而来，其主要的领导者又是谁。

企业掠夺者到激进投资者

只要有上市公司，就会有意见不同的投资者试图影响公司的运行方式。即便是首家公开交易的跨国公司——荷兰东印度公司，也面临着一部分小股东的

压力，要求在选择经理的事上有更多的发言权。1622年，他们发行了宣传手册，旨在让人们意识到组织高层的利益冲突。

但是，对于现代激进投资者运用的策略则只能追溯到半个世纪之前。在19世纪四五十年代美国经济萧条期间，少数金融学家相信自己能够帮助公司提高股价，并为投资者带来更多收益，这就是所谓的释放股东价值。像路易斯·沃尔夫森、汤姆斯·梅隆·埃文斯、利奥波德·西尔伯斯坦这样的投资者将目标定为如普惠或者20世纪福克斯这样的公司。他们试图重组管理团队，通过代理投票运动出席董事会，他们又被称为“代理人”。

对于现代激进投资者运用的策略则只能追溯到半个世纪之前。

在该时期一场具有决定性的运动中，沃尔夫森于1954年收购了芝加哥邮购零售商蒙哥马利·沃德公司6.5%的股份。沃尔夫森通过买卖像造船厂这样陷入困境的企业积累了个人财富，他想要取代蒙哥马利80多岁的董事长史威尔·艾弗瑞。沃尔夫森认为艾弗瑞囤积现金和关店的政策让公司难以对抗像西尔斯百货这样的对手。沃尔夫森在蒙哥马利的董事会代表权游说运动对今天的激进主义者有很大的影响。他前往美国9个城市，与同样是蒙哥马利投资者的伙伴见面讨论自己的计划。他劝说赞同他的蒙哥马利员工挨家挨户地鼓励其他股东为他的董事候选人投票。同时，他谴责蒙哥马利的经理手中拥有自己公司的股份太少，并未与更广泛的股东站在同一条战线上。沃尔夫森还成功地预测到即便自己没能获得所有他所争取的董事会席位，他的投资仍旧能得到回报。

在1955年5月蒙哥马利年度股东大会上，沃尔夫森的董事会候选人赢得了31%的票数。按照公司的规则，他和他的两个合伙人获得了董事会的席位。对于沃尔夫森来说，这场投票并不是他发动的这场战役的最终胜利，但是许多投资者被说服将票投给现任董事会，因为有人对他们说如果他们赢了的话，艾弗瑞将会退休，而他确实这样做了。艾弗瑞的继任者按照沃尔夫森所建议的方

式，使用蒙哥马利的现金资产扩大生意并提高了股东的股息。随之蒙哥马利的股价飙升，这也成了股东激进主义的蓝本。

到了20世纪80年代，新一代投资鼓动者——臭名昭著的企业掠夺者登上舞台。这些金融家比沃尔夫森、埃文斯和西尔伯斯坦更为激进。他们按照公众的想象，着实将电影《华尔街》中的反面角色戈登·盖柯，活灵活现地再现了出来。在电影中，戈登·盖柯的口头禅就是“贪婪是件好事”。企业掠夺者如T.布恩·皮肯斯、阿舍·艾德曼、罗纳德·佩雷尔曼和詹姆斯·戈德史密斯爵士都试图接手并不想被接替的公司——也就是所谓的恶意收购，然后通常还要借一大笔钱来达成此事。如果投资者接手了公司，他们往往就会节省开支，卖掉部分公司以偿还欠款（这被称为资产倒卖），并在这一过程中为自己谋取高昂的利润。这些投资者认为许多综合性的大企业过于庞大和冗余，将其分解能够有赚钱的机会。他们相信对于许多超大的公司来说，整个公司的价值比不上拆分后各部分的价值总和。

在很多例子中，一旦投资者拿到了公司的巨额股份，他们就会向公司及其最大股东提议：要不就用极高的价钱来收买他们，要不就眼睁睁地看着公司被他们分解。这种做法被称为“绿票讹诈”，这些狙击手被贴上了“贪婪”和“自私自利”的标签。

然而，20世纪80年代后，企业掠夺者已穷途末路。企业律师运用巧妙的防御策略将狙击手驱逐了出去。其中，股东权益计划又被称为毒丸计划，是最有效的手段。当投资者收购公司一定数量的股票时（通常为10%~20%），该法律机制就会被触发。此时，公司将会向市场注入大量新的股票，从而使欲造成混乱的投资者手中的股票占比减小。因此，恶意收购者通过控制公司股份反抗董事会意愿的行为几乎不可能实现。此外，公司还可以增加资产负债表中债务的数量，使自己对于狙击手来说变得不那么有吸引力。

立法者还制定了一系列法律措施，帮助公司规避狙击手的操控。同时，

20世纪80年代末和90年代初非常繁荣的美国股票市场也使得投资者难以控制公司股权，因为股价越来越高昂。

但是企业掠夺者在自己垮台的过程中也扮演了重要的角色。几次大型交易失败以及他们大量欠债，令投资者和他们背后的支持者的损失大大增加。与此同时，戈登·盖柯的形象来源之一迈克尔·米尔肯因相关金融罪名控告被抓进监狱，他的投资银行德崇证券曾帮助许多企业掠夺者通过垃圾证券市场获得资金，因此这些投资者的信贷额度枯竭了。

激进主义者的崛起

21世纪初，对冲基金业以一种疯狂的速度崛起。其中一小部分基金不仅通过预测哪些公司会壮大来挣钱，还迫使公司自身进行改变。它们构成了迅速发展的对冲激进业的核心。它们和企业掠夺者一样有着相同的欲望想要煽动公司做出彻底的改变，但是它们的方式与20世纪50年代诸如路易斯·沃尔夫森这样的代理人更为相近。在新一代的激进投资者中，很多人都曾在20世纪八九十年代与企业掠夺者合作，在华尔街受到过教训，但是他们并没有过于关注完全掌控公司。他们更感兴趣的是买一小部分股权，然后通过自己在其他投资者、财务顾问和媒体中的影响推动变革。

因为他们在自己的目标公司里拥有的股份较小，对冲激进主义者在发动战役时比企业掠夺者需要的资本更少。他们所拥有的这些小部分股份让他们能够更为轻易地进出公司，这意味着他们能够将更多的公司设为自己的目标。另一个对冲激进主义者更喜欢小额股份的原因在于他们能够规避毒丸计划。

然而企业掠夺者的主要武器是其财政影响和对冲基金，而不是着重将自己的战役关注点放在判定目标公司的弱点上。这些可能与公司高层的结构和规则（即企业管理）有关，或者与公司的策略和资源分配情况有关。接着，激进主义者就会试图劝服其他股东相信有更好的计划来运营公司，而这个计划能够为