

当代经济发展研究译丛

美国公司财务的政治根源

强 管 理 者

弱 所 有 者

〔美〕
马克·J·洛
著

郑文通
邸东辉
王雪佳
译

改变了
因的认
形式在
组织形

汉斯曼
院教授

、历史
年来的

费斯特
会委员

洛

上海远东出版社

F-279-712
L99

强 管 理 者

弱 所 有 者

美 国 公 司 财 务 的 政 治 根 源

〔美〕 马克·J·洛 著

郑文通 邸东辉 王雪佳 译

上 海 远 东 出 版 社

引 言

1990年,通用汽车公司的两个最大的机构持股者,由于不满公司在80年代持续下降的市场份额、雇佣员工数和利润额,找到公司领导谈了他们对如何挑选即将退休的首席执行官的继任者的看法。通用汽车公司的管理层断然拒绝了公司的这两个最大的股东的要求。管理层这样做可以安然无恙,因为这两个股东所拥有的通用汽车公司的所有权都低于1%。

通用汽车公司的所有权结构并非必然就是那样的。可以想象这样一种情况,即有6个股东,每人拥有5%—10%的通用汽车公司股票而进入董事会。如果这些股东表达出他们对通用汽车公司在80年代下降的市场份额和巨额亏损(1991年在北美业务中损失了70亿美元)的忧虑的话,管理人员要拒绝如此强大的股东是不可思议的。一个国家要有异常悬殊的财富分配才会产生6个持有那么多的股票财富的个人,比较容易让我们想象到的是只有金融机

构才会持有那些股票。

通用汽车公司的所有权结构是美国大企业所有权结构的典型代表。在这一所有权结构中,股东很分散且持股数量都较小,并且直到最近在大企业的治理结构中还没有任何发言权。这一所有权结构看起来似乎是自然的经济演化的最终结果。对美国大的公开上市公司的出现和成功进行解释的主流范式,是半个多世纪以前由阿道夫·伯利和戈蒂纳·米恩斯所阐明的。^① 这一范式认为,规模经济和技术导致了股权的分散化和权力从股东向拥有专业技能的高层管理人员的转移。技术要求企业所具备的规模是如此庞大,以至于最终只有靠向众多分散的投资者出售股票才能满足其巨大的资金需求。股东的分散化使企业中的权力由股东向管理人员转移,并使所有权和控制权相分离,从而创造出一种难以驾驭的组织结构。但是在达尔文主义的进化中,大型公开上市企业之所以能够生存下来,是因为它最好地平衡了管理控制、风险分散和资本需求等各方面的关系,从而解决了由这个新的、大的和难以驾驭的结构导致的许多问题。

我在这里想修改这一范式。企业的演化并不一定非得像它在美国的那样。我在第二部分里提出,单是经济因素不能解释大型公开上市企业顶层的形态,而需要一个政治范式来补充或取代经济范式。这是因为除了分散的所有权以外还存在着其他的组织形式,其中最主要的就是在外国很流行的集中化的机构投票模式。促成这一演化的政治并不仅仅发端于罗斯福新政时期,而是如我在第三部分中所说的那样,它的根源可以追溯到美国更遥远的过去。在 20 世纪刚开始的时候,分散的金融和法律结构就已经存在了,罗斯福新政只是对它

^① 阿道夫·伯利和戈蒂纳·米恩斯,《现代公司和私有财产》(1933 年)。

们进行了确认。

在 19 世纪末,工程技术使大规模生产的成本比手工生产要低。进行大规模生产的工厂有着巨大的资本需求,要求大企业最终通过证券市场聚集众多独立投资者的储蓄,这在产业范围内的合并产生最大的企业时尤为常见。但是,技术和规模经济所需要的储蓄从家庭向大企业的转移可以有不止一种方式。储蓄也可以通过银行、保险公司、共同基金和养老基金等大规模的金融中介机构转移,这些金融中介机构聚集起人们的储蓄并用它们进行投资。金融中介机构可以在大的企业中拥有大量的股票份额。在美国,正是证券市场将资本从家庭导向了大的产业,而大的中介机构并不可行。问题是为什么它们不可行呢?

美国的政治反复地阻止金融中介机构发展到拥有足以在最大型企业中产生影响力的大量股票。假设曾经出现过大量持股的传统,公司权力就会同现在不一样,这是因为拥有大量股票的所有者能够影响管理人员。但是美国法律拆散了中介机构、它们的投资组合以及它们相互之间的协调能力。这一过程早在 19 世纪强行拆散美国第二银行之日就已开始。自此之后,各州都创立了自己单独的银行业体系,从而使美国的银行业体系在发达世界中成为最与众不同的一个。当具有大量持股潜力的其他金融机构出现时,美国法律有时也对它们进行限制。这些金融机构以保险公司为主,在某种程度上也包括共同基金和养老基金。法律并不是全部原因,但却是部分原因。法律抑制了中介机构内部的协调运转,抑制了它们结成金融联盟,并对它们和/或它们的投资组合进行拆散。这经常会阻止它们进入产业部门的董事会。现代美国企业不得不适应这种政治氛围。

根深蒂固的政治力量能对这些法律的存在作出解释。尽

管许多约束有着热心公益的支持者,并且一些法令可能是由那些不受政治重压的明智的监管者为应付金融弊端而制定的,许多关键法令却不能适用于这一热心公益的模式。政治不断地排斥其他可能的选择,这在很大程度上是因为美国对私人经济权力集中的不安。政治所寻求的是大企业的稳定,防止技术的变革过快地扰乱雇员的生活。而且,范围较窄的利益集团,尤其是小城市的银行家们,促进了金融的分散化,从而很少有机构能有效地集中投资。

本书中我把重点放在政治和历史因素上,但我并非就此说它们是大的公开上市企业的唯一决定因素。尽管经济特色更重要,但我强调历史和政治的目的是为了矫正失衡,而不是为了表达我认为是合适的平衡。经济方面的东西早已论述过了,但大型公开上市企业的政治和历史基础还没有被充分地研究过。

机构投资者在 90 年代变得更加活跃了,对通用汽车公司的研究只是机构活跃性的一个例子。这种活跃性对标准的范式提出了质疑,并使我们想知道为什么很久以前机构并非这么活跃和有效。按照我在这里所提出的政治范式进行解释,机构新近的活跃性是历史上不断对大的机构股东进行压制这一行为延期出现的结果。目前机构的活跃性又降低了。如果展开分析的话,我在这里提供的历史则暗示着决策过程将会从经济舞台转到政治舞台中进行。没有什么能保证分散和分权这一过去的政治结果将会重演,但关键的一点是,关于如何构造美国公司治理结构的最终决策迄今为止既是经济性的,也是政治性的。

另外,不仅公司治理结构的决策是由政治家们明显和有意识地作出的,而且当华盛顿的政策制定者们对美国的金融

体系进行组织时,他们对大企业的结构也产生了深刻影响。确实,中介机构的组织太重要了,以至于不能用对公司董事会的模糊而有争议的改进意见来指导(尽管治理结构应该被考虑到)。公司的治理结构,部分仅是储蓄的组织方式这一较大风筝的尾巴。关于调控金融中介机构的政治决策决定了大的公开上市企业的形式,有时候并不是有意识的。

我所提出的新的范式并不能为改革开出简单的药方,这是因为我们必须把大企业中的公司治理结构看作深植于金融中介机构组织中的东西。迅速、剧烈地改变它们不仅是困难的,还要冒风险。为了进行收益未卜的公司治理结构的变革而进行大范围的金融改革,可能会导致意料之外的、代价高昂的后果,因为中介机构还有其他的、更重要的功能。此外,其他形式的公司体系仅能为我们产生可能的、而不是确定的公司改进。这与政治决策可以轻易地对治理大型公开上市企业产生意料之外的效果这个事实一起,应当让我们更加重视华盛顿的温和、渐进的改革的价值。这些改革能逐渐地给予企业、管理人员、金融家和股东建立新关系的空间。虽然如此,政策建议在这里与政治描述相比仍处于次要的地位;政策建议是仅仅允许稍多一点的公司形式的多样化,而不是推动或促进具有深刻意义的、新的公司结构的出现。这里主要说的是属于学术方面的内容,即去理解我们是如何得到这种公司结构的,以及理解政治是公司演化的一个关键的决定因素。

1

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

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

^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,^④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。^⑤如果存在更大、

① 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)。

③ 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。

④ 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》

^① 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

① 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。它能通过外部董事、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。