

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

上 海 远 东 出 版 社

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

图书在版编目(CIP)数据

强管理者,弱所有者:美国公司财务的政治根源/(美)
洛(Roe, M. J.)著;郑文通等译.—上海:上海远东出版
社,1999

(当代经济发展研究译丛/吴敬琏主编)

ISBN 7-80613-860-9

I. 强… II. ①洛… ②郑… III. 企业经济-所有
制-研究-美国 IV. F279.712

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 37007 号

Strong Managers, Weak Owners by Mark·J·Roe

Copyright © 1994 Princeton University Press

All rights Reserved. No part of this book may be produced or transmitted in any forms or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or by any information storage and retrieval system, without permission in writing from the Publisher.

本书中文简体字版由美国 Princeton University Press 授权上海远东出版社独家出版。

未经出版社者许可,本书的任何部分不得以任何方式复制或抄袭。

版权所有 翻印必究

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 邱东辉 王雪佳 译

出版 上海远东出版社
(上海冠生园路 393 号 邮编 200233)

发行 上海远东出版社

经销 全国新华书店

印刷 商务印书馆上海印刷股份有限公司

开本 850 × 1168 1/32

印张 13.5 插页 4

千字 362

版次 1999 年 9 月第 1 版

印次 1999 年 9 月第 1 次

ISBN 7-80613-860-9/F·319

图字:09-1998-170 号

定价:18.00 元

序

很明显,以下所要谈到的不是一个很完整的体系。在这里,我更多地是提出对美国上市公司进行研究和思考的新方法,而不是对我所提出的观点进行详尽的探讨。美国企业及其顶端结构——董事会、股东和高层管理人员发生相互作用的地方——并不仅仅是一种由效率驱动的经济演化的结果。除了已经被承认的这个原因以外,它也是美国政治的结果,尤其是那些影响并经常决定金融中介机构将储蓄从家庭导向企业的方式的政治的结果,这些金融中介机构包括银行、保险公司、养老基金、共同基金等。

20 世纪 80 年代,许多最大的美国企业往往经历了很痛苦的结构重组过程。许多企业变得更有效率和更富生产力,但有的企业情况恰恰相反。股东、董事会和高层管理人员之间的关系已经并正在发生剧烈的变动。人们提出了一些建议,来改变

三者之间相互作用的方式——有人建议赋予股东在公司董事会中更大的发言权,另一些人则建议减少股东的这一权利。经常不被注意的是,80年代和90年代的这些争论,是由许多在很早以前作出的政治决策所决定的。这些决策可能最终会被完全改变,但是,要想平稳地改变决策(以及要想理解为什么某些改变是很难实现的),必须涉及到创造了现代美国企业及其董事会的诸种力量,这些力量有许多是政治性的。尽管今天的政治力量与过去的有所不同,我们仍可以看到为什么公司治理结构的广泛变动如果不成为一个政治问题就是不可能的,如果过去的东西能起任何指导作用的话。公司形式具有可塑性,政治则促进了它们的形成。我在本书中谈到的政治史指出,如果当今明显可见但程度较低的能动主义成为一种对已被接受的做事方式的重要挑战的话,斗争将会从经济领域转向政治领域,在那里政治将会最终解决它。

因为公司的治理结构——即企业股东、董事会和高层管理人员之间的关系——是重要的,所以这一历史也是很重要的。而正因为管理是重要的,所以公司治理结构才是重要的。技术决定着企业所能做的事情的边界,而管理则决定着企业能在多大程度上靠近这一边界。

从90年代关于公司董事会的混乱的报纸大标题中,我们便可以看出一个事实:公司治理结构是重要的。首席执行官们的终身任职权变得不稳固起来,由能动主义者们组成的董事会正在让首席执行官为企业的绩效负责。今天,企业绩效由谁来负责在形式上是新的,但其实质内容却并非如此:80年代的恶意收购同样也是关于如何在高层控制大型企业的斗争。而且国际竞争使治理结构的决定更加明显,因为治理结构上的失败会比以往更快地表现出来。这不仅仅表现在有关公司失败的报纸标题上,还表现在倒闭的工厂和失去的

就业机会上。

经济理论曾将企业视为一个机器、技术、库存、工人和资本的集合体。把这些投入倒进一个黑箱子里,搅拌一下,然后就可以得到产品和利润。今天,理论把企业更多地看成是一个管理结构。如果管理人员能成功地协调企业的活动,企业就能成功;如果管理人员不能有效地协调人员和投入,并使它们与目前的技术和市场相匹配,企业就会失败。在企业的最高层,则是企业的股东、董事和高层管理人员之间的相互关系。如果这些关系不能发挥正常的功能,那么该企业更有可能失败。

将企业视为一个治理结构已经不是什么新观点了:罗纳·德·科斯获得诺贝尔奖的部分原因,就是他在 30 年代把企业理解为在从内部治理结构中的获益和从市场交易中的获益二者之间进行权衡的结果,而且几代的经济学家自此之后又向前推进了他的分析。经济学家们现在能够理解复杂的企业结构如何能有助于避免代理成本——用更通俗的话来说,也就是管理失误。企业史学家们已经证明了专业化管理是如何使美国企业在本世纪初获得成功的。技术创新本身并不足以保证具有竞争力。本世纪初有几个国家都拥有基本的技术,但美国第一个发展出了管理结构来利用它们。

在一个大企业中生产产品要求有一个复杂的指挥和控制结构。这一结构可能会失效,从而在市场需要作出改变时继续发出相同的命令。处于企业指挥和控制结构顶端的是董事会,在那里要作出两项重要的决策:企业资源的基本分配和高层管理人员的选用。尽管董事会很少进行革新,并且某些董事会甚至不了解企业生产所基于的技术,当董事会进行高层人事安排和基本的资本分配时,它仍会对企业成功与否产生重大影响。

在那些有着大量积淀的组织和实物资本、并在不完全产品市场中竞争的大企业中,公司治理结构的作用最为重要。对于它们来说,产品市场或资本市场的变化信号起初是很微弱的,并且不会立即表现为利润的损失。90年代在通用汽车公司、西尔斯公司、美国运通公司、西屋公司、柯达公司和国际商用机器公司(IBM)中出现的混乱局面——它们所有的问题都起源于至少10年以前——表明了在没有来自产品市场的强迫性改进的情况下,企业是如何逐渐滑向失败的。它们的失败部分是由于公司治理结构的失败,公司治理结构也就是董事会和高层管理人员对早期市场信号作出反应(或予以忽视)的过程。

确实,糟糕的治理结构并没有一开始就给这些企业造成问题。不断加剧的国际竞争和日渐增多的管制政策改变了通用汽车公司的汽车市场;变化中的金融技术对美国运通公司的特许地位提出了挑战;新的视频技术威胁着柯达公司;个人电脑则冲击着IBM。尽管商业判断上的错误引发了一些衰退,但一开始作出这些判断时,有许多赌注是对的,只不过它们最后没有产生回报而已。尽管糟糕的治理结构并不激发失败,但好一些的治理结构却有可能在火势蔓延之前就将其扑灭。经济和技术上的变化导致了这些问题,但公司治理结构——也就是企业高层是否以及如何反应——影响了企业是否会成功,而不管存在挑战与否。

如果治理结构能有效运转,社会将会从中获益。这时,董事会可以在产品市场上的竞争对企业产生严重伤害之前,就管理人员对问题的反应进行评估。尽管股东们会率先从好的治理结构中获益,他们的收益在这里并不是公共政策的“盈亏线”:差的管理会使企业的雇员、供应商、顾客和它所在的社区都负担成本。倒闭的工厂和失去的就业机会是对资源的浪

费；平庸的管理人员，或者那些因与董事会和股东关系不好而被束缚住手脚的优秀管理人员，会造成这些工厂的倒闭和这些就业机会的丢失，而此时好的管理却有可能节省成本地实现现代化和避免过时，因此，公司治理结构的作用是很重要的。

美国大型企业的独具特色的治理结构——与公司管理关系较远的股东，历史上一一直听命于首席执行官的董事会，以及强大的、集中化的管理——通常被看作是由专业化所导致的自然的经济结果：股东将专门承担风险，但同时也要求分散风险，企业则需要专业的、职业化的管理。股东和管理人员都想利用那些需要进行大规模生产经营的技术，从中获利。因此，技术和经济因素推动了大企业的演变，股东远离管理，管理集中化。尽管不能说是错误的，但这种演化式的论点是不完整的。国外的体制表明，专业化和多样化不用美国式的“远股东”^①结构也同样可以实现。美国的公司结构还没有作为一种政治结果而被仔细审视，而这正是我在本书中所做的与众不同的分析。美国的公司结构在很大程度上取决于关于金融中介机构组织方式的政治决策，这些政治决策有许多已被遗忘了很长时间。假如那些决策有所不同的话，今天的治理结构也会不一样。美国的民主影响了美国的金融，后者反过来又影响了美国大型上市公司的结构（就像其他国家的政治影响了他们的大企业的结构一样）。美国的政治故意削弱和拆散了金融中介机构，从而使管理人员的权力变得要比不这样做时更为强大。

利益集团的斗争——很久以前是相互竞争的金融机构之

① 即指股东与公司管理关系较远。——译者注

间的斗争,最近则是由管理人员所领导的斗争——帮助形成了这一结果。在其他时候,通常是关于如何处理金融弊端的公共政策的基本原理在起作用。相互竞争的利益集团的力量有时是均匀划分的,这就使法律制定者可以通过平衡它们相互之间的关系而获得好处;而在其他时候,法律制定者对一个公共政策的难题会有好几个解决方案,也就是好几种处理金融弊端的方式。当不同的利益集团和多个公共政策解决方案的力量相互均衡而不能产生一个明显的胜利者时,公众对集中的私人经济权力的恐惧,经常会使决策的均衡倾向于能支持拆散金融中介机构的任何利益集团或任何公共政策的基本原理。

美国的政治组织一直是很重要的。我们的联邦制度在较小的局部利益和集中的私人经济权力之间更青睐前者。美国的反政府倾向趋向于抑制另外一种可行的做法,即允许集中的私人经济权力存在,而在华盛顿建立起抵消作用的国家政治权力。如果存在一个较强大的中央政府,公众可能会更易于接受强大的私人金融结构。民粹主义分子的忧虑、利益集团的游说和美国的政治结构都会产生一种累积效应,从而反复地导致国会和各州去拆散金融机构和它们的投资组合,以及它们相互结成网络的能力。这些政治决策导致了现代美国公司与众不同的形式:分散的股东和掌握控制权的管理人员。

我要指出,政治——总的来说是民主,特别是美国民主——影响了大企业的组织。企业和金融家之间的相互作用,过去是、现在仍然是部分地由政治家们来协调的。而民主社会的协调是对我们所观察到的组织形式的一种重要、但被忽视的解释。如果本书的书名不是已经确定了的话,最好定名为《看得见的手》,因为政治这只看得见的手影响了金融中

介机构的结构,而后者反过来又影响了大型公开上市企业的结构。

在本书的第一部分,我探讨了可以用来解释大型公开上市企业的顶层结构的经济范式,并简要地分析了分散的所有权的优点和缺点。在第二部分,我简要地建立了政治范式:即美国政治故意拆散金融机构以及它们在公开上市企业内部的力量。在第三部分,我搜集了这一政治命题的历史证据。在第四部分,我分析了美国 and 国外当前的证据——那些最大企业在 80 年代的收购浪潮和所有权趋势——来说明它们是如何对这一政治命题和美国企业的历史偶然性提供支持的。在第五部分,我分析了这一命题能否产生某些政策建议。

本书涵盖了四门学科:法律、美国史、经济学和政治学。尽管我没有自命为所有这四个领域的专家,但为了在这里表明我的论点,我必须对它们全部加以利用。这一任务的跨学科性质,部分地解释了为什么大企业形态背后的政治支撑因素还从未被探讨过,以及为什么纯经济模型在几十年内没有遇到过挑战。尽管一些金融法令的政治学,尤其是将商业银行业和投资银行业分开的格拉斯-斯蒂格尔法案已经吸引了人们的注意力,但大多数关键法令还没有。由于缺少这些方面的研究,我只好查阅原始资料(立法辩论、一些观点的代表人物的当时言论、新闻报道以及金融业的交易文件)。尽管还可以做得更多,从这四门学科和我在这里添加的研究中已经有足够的证据表明,这些法令并不是一些在美国历史中相互不关联的点;相反,它们适合于一个总体的政治景象。在这里我将开始进行合成的工作。

在本书中我有一个重点,即政治和公司治理结构的相互

作用。而带有重点的人会夸大他们所论述问题的重要性。尽管公司治理结构是决定经济成功或失败的因素之一,但它仅仅是其中的一种因素而已,降低这些因素的重要性可能是一种好方法。类似地,尽管政治是公司治理结构的决定因素之一,它也仅是一种因素而已,虽然就像它已表明的那样是一种重要的因素。

本书在两个层次上展开:学术层次和实用层次。在学术层次,即本书的主要层次上,我提出的问题是,我们是如何具有我们现在拥有的公司董事会和所有权结构的?是经济因素本身导致的,还是政治因素帮助在相对平等但却不同的结构之间进行了选择?在实用层次上我提出的问题是:我们能做得更好些吗?在这第二个层次上,证据是混杂和不确定的,以至很少有基础运用法律来鼓励其他形式的治理结构,当然也就没有基础运用法律去要求采用其他形式的治理结构了。这些证据只能为允许美国的股东、金融机构和高层管理人员用比现有更多一些的方式来相互作用,以及为允许不同组织形式之间更大的竞争提供依据。

我对这一项目的思考始于1987—1988学年,那时来自三个方面的商业问题攫住了我的注意力:一个是破产方面的,一个是公司法方面的,另一个是反垄断方面的。为了写一篇关于破产的论文,我发现了一篇威廉·O·道格拉斯任证券和交易委员会主席时发表的演说。这篇演说曾让1937年的那些几乎每一个重要的华尔街投资银行家听众感到震惊。道格拉斯这样告诉投资银行家们:

银行家(应该和将要)被限制于……承购或者销售。在管理(和)制定产业政策方面……银行家的作

用将会被取代。他过去在这些过程中所行使的金融权力将会落入别人的手中。^①

1987—1988 学年我正在宾夕法尼亚大学法学院教授破产、公司和反垄断方面的课程。在破产课中我讲到了关于有担保债务的理论,其中一种理论将有担保的信贷解释为提高企业效率的一种监督机制。这一理论使人会问,既然贷款者总的来说并不关心总的企业价值,为什么债务仍是最佳的监督点。公开上市企业中的股东应当是最佳的监督者;实际上,法学院的公司课程中,有相当大的一部分是对管理人员和股东关系的探讨。对有担保债务进行解释以及对大型公开上市企业中的管理人员和股东进行探究,这两者的结合使我产生了一种猜想,即管制,尤其是如 30 年代证券和交易委员会主席所鼓吹的证券管制,限制了股东活动的活跃程度。

后来,我把着重点转向了似乎更深一层的原因:主要的金融机构在拥有大量股票和积极参与董事会事务方面,历史上一直是软弱无能的。证券管制在这里所起的作用是阻止分散的股东之间的协调;但是只有当所有权被极大地分散时,证券管制的协调法令才会变得重要。更深奥的问题是,为什么持股权被分散了。主要的解释是经济方面的,其原因在于公司对规模的需要和股东对流动性和多样化的需要。反垄断这一因素在形成一个政治理论的假设中所起的作用是明显的:某些反垄断法令是由民粹主义者降低大企业规模和削弱权力的私人集中的目标所导致的。个人和职业上的义务使我不能立即专职研究这个论题,但是到 1989 年夏天我写了一篇文章

^① William O. Douglas (威廉·O·道格拉斯),《民主与金融》(道格拉斯 30 年代演讲集),第 32—41 页,1940 年。

《美国公司金融的政治起源》。这篇文章的某些部分在 1990 年以《公司控制的政治和法律约束》为题发表于《金融经济学杂志》，并在 1991 年 1 月以《美国公司金融的一个政治理论》为题发表于《哥伦比亚法学评论》。这本书就是对以上论文的扩充和完善。

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国外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地作出的,而且当华盛顿的政策制定者们对美国的金融