

HAINAN PUBLISHING HOUSE



投资商

INVESTOR CAPITALISM

How Money Managers Are Changing the Face of
Corporate America

迈克尔·尤辛 / 著

资本主义

▶ 一个颠覆经理职位的时代

by Michael Useem

海南出版社

投资商 资本主义

一个颠覆经理职位的时代

迈克尔·尤辛 / 著
樊志刚 潘功胜
殷红 吴键 等 / 译
樊志刚 潘功胜 / 校

How Money Managers Are Changing
the Face of Corporate America



海南出版社

Investor Capitalism

by Michael Useem

Copyright © 1996 by Michael Useem

中文简体字版权© 1998 海南出版社

本书由 Basic Books, A Division of HarperCollins Publishers, Inc. 授权出版

版权所有 不得翻印

版权合同登记号: 图字: 30-1998-52 号

图书在版编目(CIP)数据

投资商资本主义 / (美) 尤辛 (Useem, M.) 著;

樊志刚 等 译。—海口: 海南出版社, 1999

书名原文: Investor Capitalism

ISBN 7-80645-335-0

I. 投… II. ①尤… ②樊… III. 投资—影响—经济—美国 IV. F171.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 24482 号

投资商资本主义

(美) 迈克尔·尤辛 著

樊志刚 等 译

责任编辑: 孙 忠

特邀编辑: 刘德军

※

海南出版社 出版发行

(570216 海口市金盘开发区建设三横路2号)

全国新华书店经销

北京印刷一厂印刷

1999年9月第1版

1999年9月第1次印刷

开本: 850 × 1168 毫米 1/32 印张: 11.75

字数: 246 千字 印数: 8000 册

ISBN 7-80645-335-0/F · 25

定价: 24.80 元

引 言

在 1992 ~ 1993 年的几个月里，通用汽车公司和国际商用公司解雇了总经理和数千名雇员；美国运通公司强迫总经理辞职并重组董事会；韦斯廷豪斯公司强迫总裁提前退休并重组高级管理层；西尔斯公司削减雇员、拍卖分支机构；美国航空公司、贝尔大西洋公司、数字设备公司、GTE 公司和其他一流公司都重构其运行系统。

上述变化原因是多方面的：日本的竞争、销售量下降、工资膨胀、房地产萧条、管理不善等。伴随上述事件的是 80 年代的一系列重构。为了恢复竞争力，施乐和美国电报电话公司已经削减雇员、改进质量，RJK 纳贝斯克和萨富威百货公司已经私营化，并严格纪律。

孤立地看，每个公司的行为似乎是一系列特有问题的结果。据说，通用公司的总经理罗伯特·斯坦普和国际商用公司的约翰·艾克斯未能意识到企业面临的恶化的市场环境；美国运通公司的杰姆斯·罗宾逊未能阻止其旅行卡销量的下降；韦斯廷豪斯公司的保罗·利高不能使其公司摆脱巨大的财产损失。西尔斯公司的爱德华·伯里南未能有效地遏制住沃尔玛，使沃尔玛成为全球最大的超市零售企业。

1994 ~ 1995 年又一波经理解雇潮涉及到了波士顿银行、克马特公司、莫里森·努森公司、菲律浦·莫里斯公司及 W·R·哥拉斯公司的董事长或总经理。其中没有两个事件是相

同的,第一个公司的经理未能找到一个合作伙伴,第二个未能改变现状,第三个陷入困境,第四个忽略了烟草问题,第五位任职时间太长。

1994~1995年的一波导致了ITT和ATT分离、大都会-ABC公司与沃特·迪斯尼公司的合并、特纳广播公司与时代·华纳公司的合并、CBS公司与韦斯廷豪斯电器公司的合并、大通·曼哈顿公司与化学银行集团的合并。就分离而言,部分被认为比整体更有价值;就合并而言,联合被视为能带来规模经济、产品多样化和全球经营(这些是任何单独一方都难以达到的)。

80年代末至90年代中,经历了广泛的公司重组。1980年美国500家最大的制造企业,到1990年有1/3已不是作为一个独立的实体而存在,《财富》杂志500家企业的雇员从1980年的1600万人下降到1990年的1200万人,1/3的企业接受了对手的收购,2/3采取了反接管措施,500家最大的工业企业已减产50%。

孤立地看,每一个事件都受到管理个性与商业挑战的影响;但是,总的看,经理的更迭、企业摩擦、集团联合也有其社会背景。共同的灾难是投资者权力过分集中,数百个机构投资者——退休基金、银行信托、保险公司、赠与基金、货币经理——在企业中积累了巨大的份额,在90年代,他们学会将他们的经济主权转换为政治主权。通过收购威胁、代理权斗争、和平协商,投资商已经掌握了如何施加压力的艺术。通用公司、国际商用公司、美国运通和韦斯廷豪斯公司是明显的早期受害者,他们的失败也给他人以教训。在1993年5月的股东界会议上,休利特·佩卡德公司的总经理刘易斯·E·普拉

特说：“我现在花费大量精力注意这些问题。”

1993年初，从亨利证券公司披露的信息中可以看到投资商权力的变化，它获得了大通股票的6%，共3650万美元，成为该银行最大的股东。由活跃的投资商米切尔·P·普莱斯带领，用120亿美元在互惠基金中进行投资管理。亨利证券公司宣称：“大通的管理层应该认真考虑采取措施实现企业的固有价值，旨在使股东的价值最大化。”尽管经历了早期的重构努力，可大通的股价依旧很低迷，普莱斯道出了众多投资者的心声。约翰·B·内夫（前卫·文德基金的经理）已经销售了其持有的大通公司的大量股份，因为“公司的所做所为不符合我们的要求，来自母公司的管理的一致性，不像我们希望看到的那样重要”。

大通公司的托马斯·拉普奎和他的经理班子为普莱斯的举动所震惊，担心他会争夺控制权，接管的谣言已经影响到他的股票。当他们认真考虑时，这个行业正在迅速变化：这一年中许多银行宣布合并。普莱斯认为，大通应该将一些部门独立出去，或是出售。在之后的几个月里，大通采用了第二种方法，与化学银行合并，成立了一个新的银行，合并后的资产达2970亿美元，成为本国最大的银行。合并的结果：预期储蓄10亿美元，12000个雇员失去工作，普莱斯的互惠基金达到每日840亿的溢价，在购买大通股票的6个月里，代理人的收益超过2750亿—或70%。

1995年，ITT和AT&T的分立中也可看到机构投资者的关键作用。ITT将自己分成三个上市公司：ITT Hartford 保险公司；谢拉顿饭店和一家从事汽车、电器、技术服务方面的公司。哈罗德·吉林（1959~1976年间的总经理）将一个电话公

司改变成一个巨大的企业集团，而其继承人兰德·艾拉斯科基则用不同的观点看待 ITT，特别是听取了投资者的意见，他最终采用了分设的策略。正如兄弟公司的一位分析家评估的：“艾拉斯科基十分清楚的反应来自于股东的所有批评。宣布分设之后，ITT 公司的股票在 3 个月中猛涨 25%。AT&T 公司在几个月后也分成了 3 个公司：一家电话公司、一家电话设备制造公司、一家计算机制造公司。许多原因导致了分设，但是投资商是一个最重要的因素，因为他们一直在劝说管理层：公司的价值低于其各个部分之和。总经理罗伯特·E·艾伦解释说：“AT&T 公司的市场价值正在被埋没，投资者不可能理解联合公司的战略”，分设创立了 3 个“单独的企业”，在较窄的行业经营的企业（分析家专门于某行业）易于评估，所以艾伦说：“投资商现在将会清楚地理解它。”

1995 年，时代·华纳并入特纳广播公司的活动中也可以看到投资商的关键作用。年初迪斯尼获取大都会/ABC 公司有助于这一决策，投资商对时代·华纳公司处于低迷状态的股价和总经理的批评也有助于做出这一决策。投资商已经警告公司，如果他们不能尽快地重构公司、销售资产、减少债务，利文将被罢免。加比里基金的总裁（一个主要股东）在 1995 年初宣布利文有 12 个月的时间扭转公司局面。佩恩·韦伯集团的分析家认为：“达摩克利斯之剑已悬在时代·华纳公司的头上”。特纳的要求被视为符合时代·华纳的经营战略，同时也有助于抚慰不满意的投资者。一位证券分析家解释道，总裁利文“可能感到他必须进行剧烈的变革以平息批评”。

即使对于那些不在华尔街或在经理位置上的人来说，理

解什么推动着股东的需求已不只是好奇，雇员时刻都感到工资的压力；中层经理感到职位的压力；一波又一波的规模缩减已使许多人提前退休，而在职者则千方百计地寻找某种行之有效的管理方法，以适应这个竞争变得越来越激烈的世界。

一家地区电话公司的中层经理为此认真地倾听财务总监关于“股东的价值”如何凌驾于公司的价值之上的解释。资产负债、财务规则、毒片计划（指公司为避免被对方兼并而向其索要极高代价的阻找措施）已不再神秘。后来，在一家大的计算机制造商经理的非正式晚宴上，通讯公司的经理表示对市场需求和雇用规模感到担忧，一家电话公司经理悲哀地承认，在一系列提前退休计划之后，其公司已解雇几百名工人，企业正处在一个紧要关头。一位计算机制造公司的经理忍不住苦笑道，他本人解雇的数量又比上个周末有所增加。第二天，当电话公司的经理向一位来访的财务教授探讨如何计算股东价值时，他们似乎更加留心倾听。

理解投资者需求背后的巨大力量不只是一个兴趣问题，对于较高的股东报酬的压力已由股票分析家、投资经理和基金经理表示出来，并由股票投机商、财务作家、电子网络所夸大。但是，压力的最终来源来自像你、我这种成千上万积累财富的普通公民，尽管是我们生活的住房、汽车、计算机、微波炉之外的一点微薄财富。财富的大多数是在我们的退休账户上，有些我们投入互惠基金，部分投入人身保险和私人捐赠。无论投到哪里，我们希望其尽可能安全、增值。互惠基金账户中资产的增值意味着我们的孩子能受更多的教育；我们自己有更多的机会去旅游；做更多的慈善事业；意味着更舒适的住房，更好的健康保障和较多的遗产。

将财富交给机构投资者者，我们便会在不经意中产生一种改变美国企业面貌的力量。货币经理告诉公司他们必须具有更高的生产率、更有效率、更富竞争性。一般来说不是告诉他们如何去做，而只是去做。全国最大的投资公司的一位代表解释其企业 1995 年的目标是选择美国顾客和国际经理：“我们不想告诉你如何经营，我们只需要一个经营良好的企业”，在有些情况下这意味强行更换经理，另外情况下意味着破产，或意味着合并和收购。

在美国企业早期的转变形式——经理资本主义中，已经留下了我们称之为“投资商资本主义”产生的丰厚土壤。本世纪中期的几十年中，经理革命使专业经理牢固地掌握了许多大的上市公司，股权分散于成千上万的小股东手中，从而削弱了股东监管企业的能力。除了偶尔的联邦法规干预、劳资争议、媒介曝光之外，公司经理经历了一个权威几乎不受约束的时代，他们做出的决策常常影响到成千上万的人，然而他们却似乎不对任何人负责。

但是，近年来，随着退休基金会、投资公司、银行信托和其他机构投资者在许多企业中份额的增长，股票分散化的过程得以改变，经理主导逐渐建立了一系列新的经营原则，重构了所有者与经营者之间的权力平衡；经理报告增多；投资者听得更好；董事获得了较大的独立性；经理负有更大的责任。

投资者与经理之间关系的发展不像市场或组织的发展，他们是作为一个长久的网络而出现的，是一种非正式的纽带，指导双方进行信息交流和相互影响。就最强烈的形式而言，这些网络被视为“关系投资”，许多投资者因此获得一家公司的大量份额，与高级管理层进行密切合作；就较弱的形式而

言，他们被视为在互助基金官员与公司经理之间进行日常的信息交流；就冲突的形式而言，投资者努力的目的是赢得代理权或驱逐不负责任的经理。

财务经理将注意力转向公司管理，原因之一是因为他们不可能在公司业绩不佳时，将手中的股票全部抛出。传统的华尔街规则是投资者售出股票而无需面对业绩不佳的经理。但是因为机构投资者成为重要的股东，他们正在修改规则。现在，当大的投资者不满意于公司的高级管理层时，常常是保留大部分持股量，迫使改善公司业绩，如果没有结果，就游说董事长，投票反对管理层，甚至寻求新的管理层——例如波士顿银行、克马特公司、莫里森·努森、菲律浦·莫里斯、W·R·哥拉斯。不满意的投资者也许根据华尔街规则出售部分股票，但是更加可能是抗议，而不只是简单的抛售。

大的投资者绝不是一个团结的集团。深深的分歧存在于机构投资领域，有些投资者相信管理层，有些不相信；有些持有股票迫使公司进行变革；有些则抛出股票；有些感到悲哀。甚至在选择迫使公司变革的人当中，很少有在乐观的基础上达成协议的，有些人要求革命，有些人要求改革。

有些机构投资者的需求超出损益报表，许多公共退休基金长期要求从南非抽出投资，而有些人寻求改善关系。太阳公司在1993年宣布采用瓦尔迪兹原则，使之成为第一家支持绿色环保措施的大公司。这个措施现在看来是意义深远的。几家公共养老基金立刻为之喝彩。这些基金会主席大力支持这一绿色计划，并深信，它终将结出累累硕果。

几家公司的高级经理采取了自己的反应措施，他们认为机构投资者肯定没有比他们更好的经营素质，把投资商描述

为“短期主义者”——对于业绩增加不满足的要求——视为国家最大的威胁之一。在任何情况下，管理者有丰富的经验抵制对其权威的挑战，无论挑战是什么。

投资者影响的扩大和经理抵制的上升，使得官员和非官方的组织结构图发生了90°大转弯。法律要求股东位于组织结构图的最顶端，他们选择董事，然后由董事选择经营企业的高级管理层。描述经理资本主义下权力关系的非正式图形正好相反，在这个图形中，管理层取代所有者位于组织结构图的最顶端，而董事和股东则位于其下。在投资商资本主义的情况下，两张图形都转向他们一方。这里，股东、董事、经理在一个不易但一个更平等的联盟基础上共存。不是对管理企业的他人进行监管，而是由自己监管企业。尽管投资商资本主义看上去意味着所有者是基础，这里包含着这样的涵义，一种新的所有者是这个图的基础，与公司的管理层密切合作——尽管有时也相互争斗。

但是，对美国大的上市公司的联合监管已经产生大量新的组织问题，各方在一起如何管理？对于来自另一方的压力，什么时候应该做出抵制或变化？联合监管对公司业绩的影响是什么？华尔街的短期“恶魔”有损于公司的长期战略吗？受压制的管理层能产生需要的理解结果吗？劳动者的声音更加微弱吗？面对日本和德国企业，美国企业会变得更富有竞争力吗？

经理、投资商、利益各方（劳动者、政府和消费者）的持续斗争正在改变企业经营方式，其中变形之一就是出现了一系列新的所有权和管理大企业的新规则。如果说在本世纪初家庭资本主义原则主导了工业化，本世纪中期管理资本主义的

概念上升到主导地位,那么,到本世纪末,投资商资本主义的新规则正开始流行。

投资商资本主义为那些生活受经理决策影响的人创造了一个新的世界,它正在悄悄重组公司的组织结构,重新定义股东的权力,修正公司的文化,它正在对传统的理论(企业如何在美国和国外进行决策和经营)提出挑战。由于所有者和经理发现命运息息相关,他们正在新的规则下运行。

本书描述和分析了投资商资本主义的基础,探讨其对经理职责、公司重构、投资商命运的影响。它集中于探讨、解释和研究,尽管这个领域的显著特点不时展现在公众面前,但大多数仍隐藏其中,只有专业人员知道,而公众却看不出来。特别有价值的是会见 20 家大公司的经理和 58 家机构投资者,他们同意,条件是秘密的、匿名式的,因为许多公司的事件被详细描述,主要的企业使用假名,公司的产品领域和假名是:

汽车:	赫特勒斯汽车公司(Hutchins)
服装:	弗洛拉·迪沃林有限公司(Flora Devlin)
饮料:	国际饮料公司(International Beverages)
广播:	MFL 广播网络有限公司
化学:	大通化学品公司(Chase)
化学:	西部化学公司(Western)
商业银行:	白金汉银行(Buckingham)
商业银行:	斯塔特银行有限公司(Statebank)
计算机产品:	斯特莱克兰计算机公司(Strikeline)
消费品:	那曼特公司(Lamont)

多种经营产品：	WWK 产品公司
食品：	哥伦比亚食品公司 (Columbia)
保险：	美国保险公司 (American)
保险和财产：	尼尔森保险公司 (Nelson)
金属：	国民金属品公司 (National Metal)
纸张：	大西洋纸业公司 (Atlantic Paper)
石油：	理查德石油公司 (Richards)
医药：	斯图尔特药业公司 (Stewart)
零售：	哈林顿百货公司 (Harrington)
通讯：	肖通讯公司 (Shaw)

前四章评价已经出现的新的权力关系。

第一章描述机构所有权的集中及在股东中机构投资者地位的上升。通过描述消费品公司和通用汽车公司的统计的资料和描述性事件，概述了所有者与经理之间关系的演变。

引发投资商挑战的特殊的公司行为和结果是第二章探讨的问题。利用一家大的商业银行和制造商的不同经历对这种情况进行了说明：即导致投资商忽略某些公司而将目标定于其他，投资商和经理之间的冲突现在集中于公司代理权、每年的股东投票，通过这种会议，选举公司股东，确定公司政策。每年的公司投票为双方阐述自己的观点和强化各自地位提供了机会，双方提供代理人选举的方案供股东批准，偶尔，他们也提出反对董事会的候选人。中立的股东就像竞选活动中的选民那样，被不遗余力地游说。

当投资者采用压力和建议改善公司业绩时，他们也形成了一种意识，对公司事务的干预是合理的。相反，经理也培养

了一种防御的意识,拒绝投资商对短期结果要求的合理性,有时甚至拒绝投资商要求的权力。

第三章概述了这些经理的概念及他们对信息有效流动的不利影响及通过新的网络的影响。

面对如此冲突的观念系统,投资商和管理者偶尔转向互相取代的攻击战略。

第四章描述在什么条件下:投资商寻求罢免经营不好的管理层,经理寻求罢免麻烦的投资商,尽管很少发生,这种战略揭示了每一方要走的道路及他们能够削弱对方的力量。

随后的4章描述了双方根据变化的关系构建新的秩序所采取的步骤,第五、六章描述公司通过什么手段倾听投资商的声音,吸收他们的建议,反应他们的要求,出售分支机构,修改报酬计划,更换经理,雇用人员和管理层可能被调整,高级经理也学会了如何处理与投资商的关系,让他们自己的经理更好地理解什么时候需要抵制,什么时候需要妥协。总之,双方已经建立了持久的个人关系,能使他们交流信息,施加对另一方的影响。

所有者与经理之间冲突与合作关系的演变也逐渐涉及董事会(如第七章所讨论的)。由于投资商和经理已经建立了关系,董事会变得和双方关系更密切,规则的变化也进入管理层的组织本身(如第八章所述),因为投资者强化了他们对良好业绩的需求。

投资商资本主义的兴起及权力的转移已迫使投资商和公司出现新的规则,无论国外还是国内,几乎没有指导这一发展的现存模式。但是,由于机构投资者继续巩固其对上市公司的影响,主要各方一定会继续改写规则,第九章考察影响规则

修改的重要因素，如资产的增长、互惠基金和投资基金的权力。由于机构投资者到美国之外寻找新的投资机会，我们也期望看到适用于国外的投资商与公司之间关系的新的美国模式。

尽管经理资本主义时代允许经理在广阔的空间内确定他们的地位，投资商资本主义时代却不是如此。经理资本主义允许经理忽略他们的股东，承担了除股东价值之外的大量目标，投资商资本主义却不是如此。为了改变经理与所有者之间权力的平衡，投资商资本主义结束了不受约束的经理垄断的时代。公司现在不仅需要内部的管理，而且需要外部投资商的管理。

所有者与管理者之间关系的修改使机构投资者远离公司领导层，因为大的投资商要求公司降低成本、强化结果，他们反过来要求医院、大学提供更好的服务和更多的设施。当股票分析家赞同公司重构和雇员缩减，行业经历了关闭工厂的痛苦；公司为了取得富有竞争性的业绩重新设计他们的经营，使得一些人责任更大，而另一些人被迫失业。

新的投资商权力正在改变企业和社会，管理的原则不同，公司治理不再是如此被动，雇员、家庭和社区已经出现了某些变化，有些是好的，有些是坏的。无论上市公司内外进行什么样的演变，投资商资本主义正在改变着美国企业的面貌。

目 录

引 言

第一部分 投资商的挑战

第一章	投资商资本主义的新规则	(1)
第二章	机构投资者什么时候挑战公司业绩	(27)
第三章	对股东要求的文化抵制	(67)
第四章	征服对手	(119)

第二部分 建设投资商资本主义

第五章	公司重组	(159)
第六章	管理股东	(203)
第七章	聘任公司董事	(257)
第八章	改造公司领导层	(289)
第九章	膨胀的宇宙	(315)

资料来源注释	(346)
--------------	-------

致 谢	(349)
-----------	-------

第一章 投资商资本主义的新规则

80年代初,在许多美国大型公司,股份分散及其导致的股权弱化,使公司的管理权牢固地掌握在专业管理层人士手中,他们以最大的管理自主性及最小的所有权监督控制着企业帝国;股东正式授权董事会运作他们的资产,但是,他们常常是管理的奴隶。不满意的股东和充满怨气的董事长常常发现撤回投资或辞职是惟一可行的选择,偶尔在会议中表示的不满也只能稍微弱化管理层的权威。

但是,近年来发生的企业事件标志着不可一世的管理层权威的终结,专业管理人士不再一手遮天,他们在商议,而非独裁,董事会是企业内在傀儡的色彩淡化了。不满意的股东和董事长可以发出抗议,而不是仅有退出一条路可以选择。会议室的争议揭示了管理层的动摇和投资者地位的上升。

两个事件说明了这个领域的新规则,这些事件的关键是对公司控制权的争夺,每一事件的背后都是机构机体的扭曲,两者都是公司确定的动力。这些特殊的事件几乎没有什么更多的不同,它们都反映了投资商资本主义的兴起所释放的能量。