

## 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。

## 活化投资商的投票权

温和的经理层逐渐将企业的控制权转让给投资商 企业——那曼特公司——长期以来控制着其投资商。但 80 年代中期，管理层的某些行为，引起了公司所有者普遍的不满，小股东更倾向于保持忠诚，但是在对控制权出让之外的信用事件中 大的股东又如何呢 当这种挑战实质化 管理层 长期以来是自己命运的主人）突然发现它的自负过时了，公司的命运现在要与投资商分享。对于投资商而言，忠诚常常一文不值，而报酬意味着一切。

那曼特公司生产的系列消费用品，在大多数美国家庭中颇有名气，为了保持与时代的发展相一致，它实行多样化经营，销售收入稳步增长，近年来，它的股票价格和红利支付都超过了道·琼斯工业平均指数和标准·普尔 500 种指数。然而在投资者中却逐渐形成了这样一种概念，该公司本可经营得更好，或许，该公司出售资产会做得更好，尽管这种投资商的关心，总经理和核心层人员感到有保障，毕竟，他们及其前任指导着该公司顺利地度过了风风雨雨。

60 年代和 70 年代这种不可一世的管理层控制，现在却出奇的脆弱。一位公司突袭者宣布对那曼特公司敌意的购买，承诺以大大高于市价的价格获取该公司的份额，管理层断然予以拒绝，采用了一种神秘的金融手段（毒片计划）使突袭者没有董事会的同意难以收购公司。突袭者决心已下，发动了一次新的叫价，抬高了赌注。针对这一行动，该公司采取了称之

为“绿票讹诈”的防御战略。经过协商，该公司同意以超过目前市价的价格购买大量突袭者股票，作为交换条件，该突袭者承诺停止进一步的收购行为。

这一事件激怒了其他主要股东，他们眼见公司放弃了本可使他们股票升值的大好时机，目睹了对另一家公司的选择性支付。他们看清了正在把企业带入峡谷的管理层。

“绿票讹诈”吸引了几个前任投资银行家和代理人对那曼特公司的注意，这些银行家和代理人在 80 年代早期脱离现有企业创办了自己的企业，我称之为资本伙伴，将个人的基金与几家投资商的基金放在一起，合伙人开始接管有转机迹象的麻烦公司。所有权赌注于他们所寻求的足以大到在公司管理层中产生可以信赖的需求。这种“战略性投资”不同于传统的谨慎货币管理的观念。但是合伙人以这样一种策略经营，它对未来目标的搜寻很快显示出大量潜在的低绩效者。

那曼特就是其中之一，资本合伙人购买了其 6% 的股份，约 2 亿美元的投资。那曼特公司的规模使得整体收购或敌意接管超越了合伙人的融资能力，但是，董事会的选举在合伙制的掌握之中，一旦进入董事会，合伙人可以强迫管理层通过减少雇员、抛弃弱小单位、改变战略或更换经理人员以改善绩效。

进入董事会意味着能吸引多数股东的投票，持异议的被提名者比董事会赞成、管理层认可的被提名者通常只吸引少量的投票，但是那曼特的环境具有足够的弹性，鼓励可行的挑战者。在董事会的五次会议上，资本合伙人用它的五位被提名者准备了代理选票，在条例进一步的定义中，它给这些被任命者一个竞选宣言，他们根据外部的建议去获得公司或它的分

支机构，使公司放弃特拉华州反接管保护，废除公司的毒剂。主要的药方是 终止堡垒政策 重构公司 增加股本。

那曼特的经理对前景感到恐惧 在他们看来 让一个没有监管过《财富》100 家大企业的人进入董事会，并指导一个专业从事消费品生产的企业，这是很难想象的。正如这个公司财务主管所说：“跟在我们后面的人，脑子里仅仅只有短期效益的概念，他们是真正的投机者，其目的是瓜分公司，这将是公司的终结”；我们将会看到公司被肢解 分支机构被出售，任何公司雇员都不再存在，所有的一切将属于其他某个人”。即使变化是免遭肢解，但管理层也会看到他们的生计将处于危险之中。正如该公司的副总裁所言：“它将在剧烈的手术中结束。”

管理层流传着这样一种说法：“仅仅说不”策略。它发现没有白马王子（一种较好的替代所有者）寻求非杠杆效应（借钱购买自己的股票），没有让步。它只要求股东投票反对不同意的人选，希望他们遵循传统，与管理层合作，双方认为公司大多数小股东愿意忠实于管理层。但是，机构投资者却是另一回事，仅仅几百个机构投资者控制着该公司 1 亿美元股份的一半。机构投资者并不总能决定如何投票，因为许多机构投资者管理着别人的钱，许多最终所有者保留着投票权，有些机构投资者甚至有不投票的政策，但是这些是例外，获取多数大的投票者的工作是直截了当的。资本合伙人没有必要去安慰数千个小的个人持有者，仅仅需要去取得几百个大的机构持有者的支持。

根据一份机构投资者名单，那曼特开展了一项针对股东的运动，首席执行官及其他公司高级领导人暂时放弃了其

他事务 将 40 层楼的随从集中到控制中心。他们每天早上 (包括周末) 会面, 评价和调整他们的代理战略, 给大多数股东甚至只有几千股的小股东打电话 (个人的吸引力激励着一位女股东要求与给她打电话的男经理共进晚餐)。几队人马在全国奔忙, 游说机构投资者的支持。

不久 管理层认识到处于麻烦之中 公司副总裁最近参加了一次投资者的会议 被它们的敌意所震惊, 没有 ‘让我们寻找一条出路’ ”; 有许多方面要与 ‘这些混蛋去斗争’ ” 但是管理层对投资者的思想有某些欣慰, 首席财务官员服务于这个委员会监管企业的退休基金, 他理解这种压力, “我们自己开除了退休基金投资顾问, 因为他们的业绩不及道·琼斯工业平均指数……, 如果某一两个人连续表现不佳, 他们将不得不滚蛋。我想机构的情况类似, 他们不得不做出最大化的盈利, 以便向他们的委托人报告”, 然而令他惊奇的是, 主要投资者不顾一切地与公司的管理层相对立, 该公司的财务经理描述他们 ‘不是公司投资者意义上的股东’ ” 在这种情况下 典型的主要持有者常常是 ‘完全短期性的’ ” 只不过 ‘持有一张纸’ ”。

管理层仍然希望个人的劝慰能使 20 名最大投资者中的 10 名回心转意, 但管理层对一些投资者的拜访并没有什么成效的, 有时还招致讥讽。一个管理层小组足迹踏遍全国, 拜见大的公共退休基金的代表, 这些退休基金组织反对在南非的投资, 敦促那曼特公司放弃南非作为一项长期的战略。据公司一位经理后来描述, 该基金的一位官员告诉公司人员, “作为一个长期的、严肃的投资者, 与你的公司深交已有 100 余年, 我们总是期望贵公司能保持长期增长, 我们要求你们离开南非”, 现在正是这位经理要求同一个基金拥护其长期目标, 反

对资本伙伴。该经理说道：“我们致力于长期增长 强化现金流量 进行重组 我们正在努力之中 希望你们拥护管理层” 退休基金会的一位官员回答说，决策尚未做出，公司的经理叫道：“你们长期投资者究竟要干什么？”基金会的官员反驳道：“有时长期意味着几天的事情”。犹豫到最后 直到投票结束前的几分钟，退休基金会才在年度会议上确定它的决策。

其他公司的接触证明更加有效，一家纽约银行已经投入 200 万的股份反对管理层，不过，它代理三家退休基金，管理着一大部分份额，目标公司的董事长打电话给三家退休基金会母公司的总裁，请求支持，他们反过来要求银行退回他们的股份投票权。

另一家银行采取了相同的行动，在一家基金会中持有 65 万股份，它宣布了对挑战者的支持，资本合伙人宣布的一个委员会支持这项运动，但是芝加哥总行的总经理随后打电话给那曼特公司的董事长，总行长期与目标企业合作，关系很好，银行总裁命令子公司改变它的投票，这一最后的变更震惊了资本合伙人公司。

在最后几日，公司的投票计算员知道投票结果可能十分接近 那曼特公司的经理回忆道：“我们大家都十分灰心” 因为几家大的集团刚刚表示反对公司，公司总裁给那些投票还摇摆不定或可能要反悔的投资机构，一而再的打电话，请求和哄骗一直到晚上，最后的努力可能有些效果，当第二天早上公司的高层官员涌入会议大厅时，他们在谨慎中感到有点信心，其中一个说：“我们感到能侥幸通过。”

但是另一方也似乎感到了胜利 因为投票不是秘密的 投票时资本合伙人公司计算着票数，感觉似乎很好。为了稳操胜

券，资本合伙人公司做了最后的努力，游说尚未做承诺机构的投票。有些机构是令人困惑的，例如，来自一家商业银行信托部门的代表表示，他们准备投票赞成异议者的挑战，为稳住它，资本合伙人打了几次电话，一再解释情况，劝慰银行改变投票，后来他们才知道，那曼特是银行的主要客户，银行早期的承诺最终证明是对有关公司的反向疏通。

作为第二持有人 银行信托部门对几百万的股份负责，一位官员早期将银行的份额承诺给挑战者，但是，这种承诺只不过是遮人眼目，银行信托部门管理的几百万股份指数化，这是这样一种惯例，基金根据事先确定的模式投资，这一模式实际上不需要投资人的注意，一位独立的银行经理监管这些指数化的基金，他们赞同管理层的政策最终超越银行事先的承诺，银行为退休基金会管理着 35 万股份，也承诺拥护合伙人，但最后出现了问题。问题出在计算上，银行和集团退休基金会都告诉合伙人，他们支持异议者的记录，但是合伙人并未意识到银行在总数中包含着退休基金会的股份，结果，合伙人的总票数中包括着双重计算。

第三个持有人，银行的一位官员承诺投资资本合伙人几百万票，在年度会议之前的那个晚上也未兑现，合伙人怀疑是蓄意破坏，他们确认制造公司也打电话给银行，知晓另一家银行的官员很容易‘不幸地’错待代理人。通过一个晚上的工作 合伙公司终于说服了投票已做承诺的银行家在第二天早上 6 点投他的票，该银行家打电话给他的办公室，命令投票要尽早完成，公司还安装了几台传真机，希望最后能从会议室外得到票数。

合伙人认为他们已经积累了总票数的 51% 虽然不是那

么牢固的支持，但足以赢。为了最后时刻，在会议厅中的游说仍然需要，他们带来了一些手提电话，在大厅的入口处，当合伙人挤过摄影师、记者和旁观者，公司保安拒绝让他们带有关设备进入，那曼特公司的职员，聚集在入口处，当合伙人进入时敌意色彩更浓。一位旁观者喊道：“滚回纽约去”合伙人进入会议室的那一会儿经历是一场艰苦战斗的预演，当一位公司经理与一位合伙人擦肩而过时，合伙人叫道：“你们这帮家伙滚出去。”

双方都急切地等待着投票的结果，结果的颁布还需要几天时间，双方都期望着胜利，每一方都认真地计算着，都认为自己占有多数。

当最后结果宣布时 资本合伙人公司震惊了 那曼特公司兴高采烈，股东仅靠一个百分点击败了不一致的董事长，资本合伙人错误的计算反映了某些票数的双重计算，有几家机构在最后时刻实际上已改变投票，大约 400 份票数 资本合伙人公司颇有信心，但实际上最后未赢得。

尽管差距甚微，代理人竞争中胜者为王的政策意味着管理层的完全胜利，在这样很短的时候，大公司的历史被确定了，那曼特公司虽然血迹斑斑，但独立了，它进行了广泛的内部重组，采纳了合伙人公司提出的许多建议。在争斗之后，一家主要商业报刊警告公司管理层“你不能对你的股东太亲近”。那曼特公司改善了与投资者的关系 建立了通报制度 与其主要股东的长期接触，以保证最终的独立。在随后的几年里，那曼特经营业绩颇佳。在它几乎接管的百年中，那曼特的股票翻了三番，资本合伙人公司最终解散。

## 采取直接控制

投资合伙制与对消费品公司控制的管理层相冲突，争夺对公司尚未承诺的股东的支持，许多投资者知道权力的平衡在他们的手中：公司的命运取决于他们是决定拥护还是反对管理层。然而，投资者像其他的政治角色一样，已学会了通过其他手段行使权力，如果不能改选董事长，如果年度会议的召开还有数月，机构投资者能采用其他的战略使管理层就范。在 90 年代早期，通用汽车公司不屈的经理导致投资者采用其他渠道控制公司。

通用汽车公司赋予“热门股票”每日定义，它的股票长期是道·琼斯工业平均指数的重要成份，为数百万美国人所拥有，职员人数是私营公司中最多的。通用汽车公司巨大的规模和广泛的经营区域，使人们普遍觉得它的命运在某种程度上与国家的命运息息相联。

通用汽车公司位于美国 20 家最大的上市公司之列，这意味着在许多机构投资者的资产组合中都有通用汽车公司的股票。例如，大学退休基金会在 1992 年年中拥有通用汽车公司 3 种股票总共 690 万股（计 2780 万美元）；1991 年初，加利福尼亚公务员退休系统拥有 720 万美元股份，纽约州公共退休基金会拥有 480 万美元。如果通用汽车公司经营状况好，那么数百万退休和即将退休的大学教师和政府雇员也会受益。数十年来，有益于通用汽车公司的事情，也有益于大学退休基金会、加利福尼亚公务员退休系统和纽约政府雇员。

60年代早期，美国的汽车市场达到繁荣的顶峰（通用汽车公司大获其益）。其后，通用汽车公司新型小汽车的市场份额超过50%。此后，市场份额逐渐下滑，1980年市场份额下降到45%，1990年下降到35%。最糟的是，90年代一开始，通用汽车公司的收益急剧下滑，出现亏损，1988年还有68.2亿美元收益，而2年之后却亏损40.9亿美元，1991年，该公司亏损88.5亿美元，这是美国历史上公司亏损最大的一年。公司亏损，股票价值下降，人们对通用汽车公司的未来忧心忡忡。

1992年初，通用汽车公司的股票价格降至1966年的水平之下，1982年底投资福特汽车公司股票100美元，10年后市场值是466美元，投资克莱斯勒100美元，市场值是342美元，投资于标准·普尔500种股票收益是297美元，而投资于通用汽车公司，市场值只有109美元。

长期下滑这对大股东而言的确是个问题，如果有其他机构投资者乐于以可接受的价格购买股票，不高兴的投资者可能遵循华尔街的买出规则，而不仅仅是抱怨。毫不奇怪，很少有人愿意购买。不满的机构投资者震惊了，他们可能期待接管者出现，但是通用汽车公司巨大的规模，除了最有野心的机构之外，难以实现接管。到1990年，垃圾债券市场的崩溃和金融市场的低迷，甚至威胁着最有抱负的机构。

他们没有其他选择，不满的机构投资者转向管理层。1990年初，纽约与加利福尼亚退休基金会的董事长就要求挑选一个总经理继承准备退休的董事长罗杰·B·史密斯，通用汽车公司拒绝了这一请求，尽管据说两家基金会代表悄悄拜访了底特律总部讨论这一行动。

尽管投资者不满意，通用汽车公司的董事会也不打算打

破这一惯例。1990年8月，它提升罗伯特·C·斯蒂普（职业经理和罗杰·史密斯的主要操作官员）到董事长和总经理的职位，反过来，它批准任命斯蒂普最亲密的同事李埃德·E·罗斯为总裁。机构投资者惟一可看到的希望，是通用汽车公司于1991年1月采用新的规则，要求它的大多数董事是独立的外部人。这一行为主要是象征性的（多数已经被分类）但是发出了一个信号：面对投资者的压力，通用汽车公司可能有所变化，加利福尼亚公务员退休系统的总裁汉森呼吁改革以“引入新鲜空气”。

随着1991年通用汽车公司出现赤字，加利福尼亚公务员退休系统加大压力要求变革，其他投资者也纷纷要求改革。现在他们发现了一条不经过管理层而达到董事会的方法。大约5年前，外部、非执行董事长就雇用了自己的法律顾问，纽约律师伊拉·米尔斯顿，他与机构投资者建立了一种接触系统，使投资者有一种可信赖的渠道接触外部董事会成员。米尔斯顿报告，不耐烦的投资者希望采取迅速、根本性的措施，这个渠道与其他方法相配合，对于不满意投资者而言，米尔斯顿报告说独立的董事长正考虑采取独立的行动。

1992年春，通用汽车公司独立的董事长采取行动，董事会强迫废除总裁劳埃德·罗斯，废除公司的财务总监罗伯特·T·奥康内尔，将罗斯和经理F·阿兰史密斯开除出董事会；罢免斯蒂普公司经理委员会主席职务。加利福尼亚公务员退休系统的法律顾问理查得·科普斯说：这是向其他公司发出一条重要信息，对于经营不好者，不再维持现状。

然而，甚至地位的分散化也是无效的，6个月后，仍无转机的迹象。通用汽车公司的董事会强迫斯蒂普辞职，随后又要

求罗伯特·奥康内尔和其他人提前退休，董事会任命约翰·G·斯马莱为通用汽车公司新任总裁，从而把总裁和总经理的职位分开。董事会也将内部经理杰克·F·史密斯提升到 CEO 职位，他又组成了一组新的经理班子，坚决进行重振企业所需要的改革。

通用汽车公司董事会如此强制执行他的意愿已经有 70 多年了 此后 很少有股东要求改变。1920 年 杜邦家族和化学公司持有通用公司 23% 的股份，与摩根公司（另一家大股东）一道，罢免了通用公司的创始人和总裁威廉·D·杜兰特 最后以阿尔弗雷德·P·斯隆取而代之。1992 年 最大的 12 家投资者采取了同样的所有者地位，外部投资者再一次强制处置无能的管理层。

约翰·F·史密斯（通用汽车公司董事会任命的新领袖）深深懂得降低运营成本、恢复股票价值的使命 与 1991 年的水平相比，史密斯将通用公司北美地区的职员数量削减了 23%，使每台汽车的成本平均降低了 2800 美元，到 1993 年 取得赢利 362 万美元 相对于公司 1400 亿美元产值而言 虽然不多，但与 1991 年相比十分明显。一位财经记者写道：“通用公司 110 亿美元的翻身”。斯蒂普被罢免之前 通用的股票达到不足 30 美元的最低点，现在一下就跃升到 65 美元。

## 所有权的上升

这些情况下 机构投资者可以行使决定性的声音 因为他们拥有决定性的筹码。彼特·德鲁克在《看不见的革命》

(1976 年) 中提供了精确的分析, 警告说美国退休基金正在迅速成长, 不久将会成为证券市场的主要力量。尽管他们静悄悄地进行财产积累没有引起多少人注意, 德鲁克认为某一天肯定会被感觉到。该书的副标题警告道: “退休基金社会主义如何进入美国”。

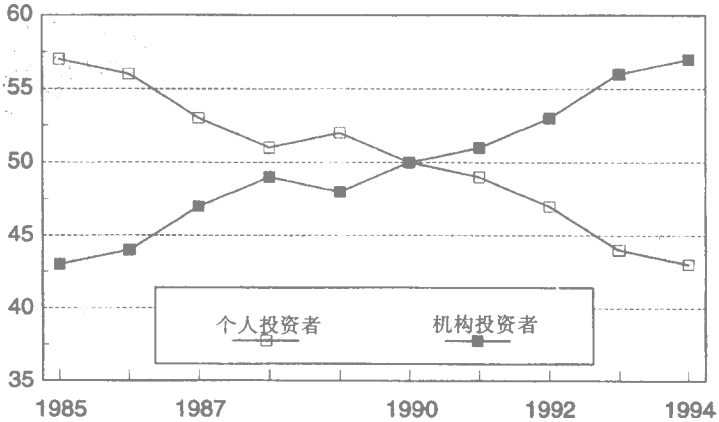
在以后的年份中, “退休金社会主义”的道路上很少出现什么。尽管退休基金如预期一样增长, 大多数受益人对基金的财产缺乏控制, 防止了任何集体主义工人的指导, 否则将使基金带上社会主义色彩。但是, 更多与退休基金资本主义的东西出现了。与此同时, 其他四类投资者: 商业银行、保险公司、投资经理、非赢利性捐赠的持有量和影响力增加了。

更多的股本涌入了少数人手中, 为投资商资本主义创立了一个基础, 机构投资者扩大了他们上市交易股票的份额, 而个人却减少了份额。1965 年, 个人持有量占公司股票的 84%, 而机构投资者占 16%。到 1990 年, 个人的份额下降到 54%, 机构投资者上升到 46%。对 80 年代末期和 90 年代 1000 家最大市场价值的上市公司的仔细观察揭示了相同的趋势, 1985~1994 年, 如图 1.1 所示, 机构投资者的份额每年上升一个百分点, 1990 年达到 50%, 1994 年达到 54%。

投资商资本主义的政治基础是经济基础的派生物。当股份分散于成千上万小股东手中时, 缺乏一种有效的政治机制, 每一个人都无力导致变化, 这种情况与那些抱怨低生产价格、高信用成本的小农场主面临的情况不同。原则上, 不满于公司业绩的小股东可以行使集体的力量, 但是实际上团结存在着障碍。不过, 所有权的集中降低了这些障碍。

所以, 机构投资者独立和团结起来转向管理层的直接挑

图 1.1 1985~1994 年 个人投资者和机构投资者持有的 1000 家美国最大公司股份的百分比



资料来源 商业周刊 (各期)

战，主导性的战略因时代而异。80年代中期 机构投资者在接管和收购中起着主要作用，他们向潜在的收购者提供股份，将资金投资于接管和收购基金中，将票投给战略性的集团投资者。这些发展有助于解释为什么上市公司的合并和收购在1980~1988年间翻了2番多 杠杆收购增加10个百分点(见图1.2)。《财富》杂志列举的500家制造企业将得到接管的可能性也提供了迅速上升(见图1.3)。

但是,80年末期,收购市场迅速收缩,近乎崩溃。在股东的压力下,大门正在关闭,投资者通过其他途径寻求进入。美国证券交易委员会规定允许不满的所有者在股东赞成的公司治理事务上提供有约束力或建议性的措施,建议性地改变反接管,或将总裁和总经理的职位分离,股东发现这是一个好的

图 1.2 1980~1982 年间上市公司的兼并及收购数量

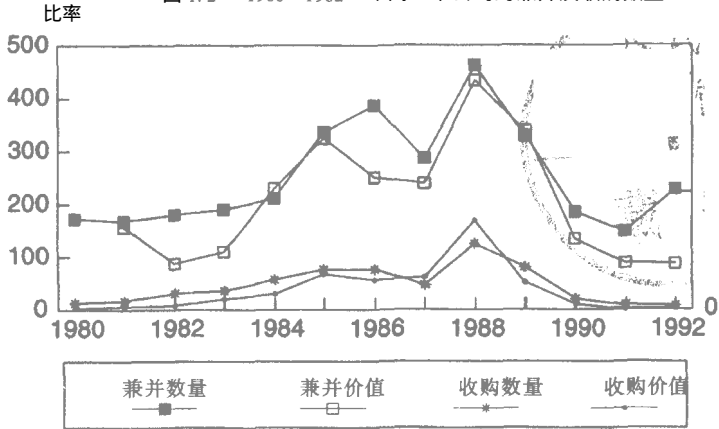
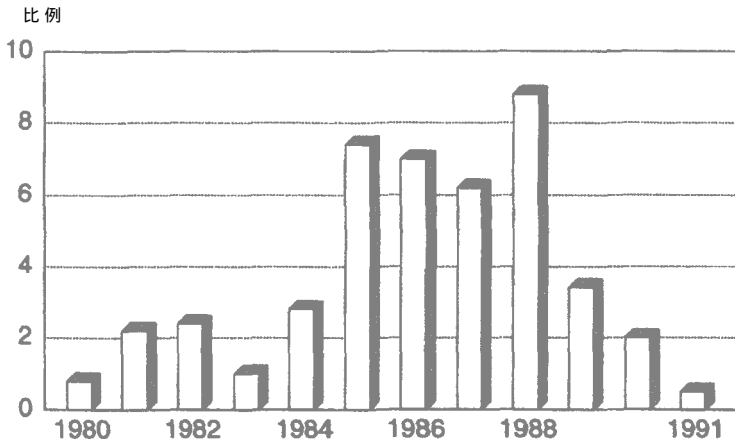


图 1.3 1990~1991 年间接接管的大型制造企业的比例

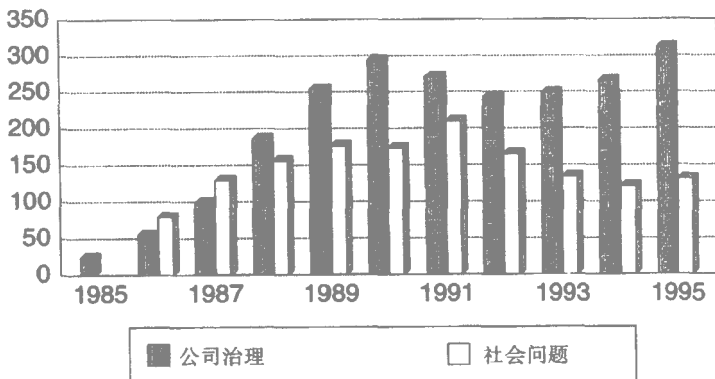


选择。80年代后半期，股东提出的治理性措施大幅度上升，90年代早期略有下降，90年代中期达到创纪录的水平。相反，有关社会问题（环境保护、少数民族雇用、南非投资）的解决建议在90年代早期达到顶峰，此后下降（见图1.4）。

90年代初，投资者增加了第三条措施：与管理层和董事会接触，董事会一般拒绝投资者的方法，许多经理阻碍。但是有些董事长公开使用间接的渠道（如在通用汽车公司案例中所见到的），大多数管理层制订了计划，安排与大的投资商会见。

同时，公司管理者有各种各样的手段抵制或反驳投资者的影响，对话可能便于了解情况，但并不必然有效率，如果结果是削弱经理自治，很少有高级经理乐于承认较大的机构投资者影响，他们通过熟练的运用权力达到事业的顶峰，他们不希望其权威受到侵害，懂得如何去防止。

图 1.4 1985 ~ 1995 年间股东提议赞成公司治理和社会问题的数量

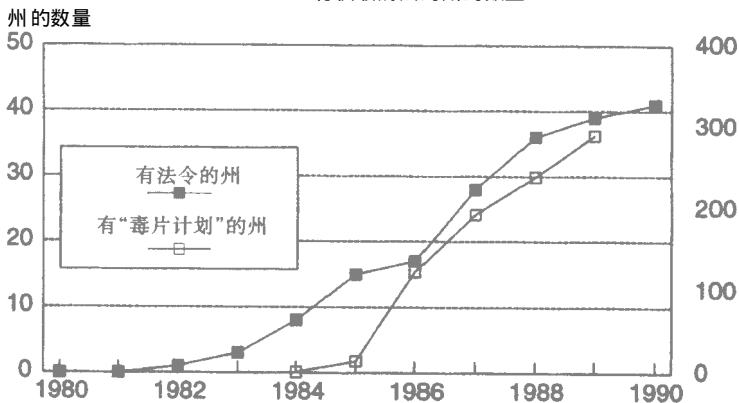


资料来源 投资者责任研究中心

为了预防接管市场 管理层已经采取了一系列措施 最普遍的措施——有人认为最有效的——是被称之为毒剂，如果敌意的收购者不顾管理层和董事会的反对执意购买企业，它将在收购企业中置入一个致命的要素。例如，目标企业可能给事先收购的股东有权以低于市场的价值购买多余的股票，因为扩大了份额。这个药方是如此有力，抵制了股东压力，它的正式名称为“股东权计划”几乎不可能更具有讽刺意味 在 80 年代中期之前，没有企业采用“毒片”计划，如图 1.5 所示。80 年代末期，这个国家大企业的大约 2/3 采用过这一方法。

大多数管理层希望进一步的保护以防敌意收购，并联合起来请求政府保护。在里根 - 布什执政时期的自由市场哲学指导下，联邦政府毫无兴趣，但州政府姿态要缓和些，公司要

图 1.5 1980~1990 年间 有“毒片计划”的大公司数量及  
有权收购法的州的数量



资料来源 戴维斯, 1991. 投资者责任研究中心, 1992.