

第一章 金融资本主义的再生

在资本主义社会，经济进步
意味着无序。

Joseph A. Schumpeter

在影片《白衣人》中，Alec Guinness 扮演一位温文尔雅的工业科学家，他发现了一种似乎永不磨损的纤维。谁会怀疑它对社会的价值呢？他的雇主，一个历史悠久、现已衰落的英国纺织公司，想压制他的发明。他的同事害怕他的发明。他的朋友都反对他。他的人身安全得不到保障，喜剧性的追逐场面出现了。最终以大团圆收场——这种纤维并没有传说的那么神奇。^①

企业通过引入新的商品、服务、组织和技术追逐利润。在追逐利润的过程中，他们促进了社会的经济福利。同时，他们的活动又扰乱了一切。企业家终究是“创造性破坏”的施动者——Joseph Schumpeter 十分贴切地把企业家引发的变迁过程称为“创造性的破坏”。他们的成功总是干扰社会秩序，把财富和权力从传统经济部门向新的经济部门转移^②。正是因为这个原因，在历史上的大部分时间里，无论是疆域辽阔的封建帝国还是偏居一隅的部落文化都试图用政治约束和社会清规戒律扼制创

业行为,阻止它改变现状^①。现代资本主义进步完全依靠创业精神。但是,对于创业活动的作用,资本主义社会的态度依然模棱两可。美国最强调对幸福的个人主义追求,商业性发明和创新成为社会规范,受到公共政策鼓励,得到了支持进步、变革和社会流动性的文化价值观的强调。然而,即使在美国,既得利益者也总是跳出来反对和抵制创业活动所引发的社会和经济变革^②。

所以说,企业家并不总是受人尊重,有些人根本就被不屑一顾。例如,金融企业家就很少被美国人看重。Nicholas Biddle、J. P. Morgan 和 Michael Milken 等人作为历史上富有创造性的投资家,和 Thomas Edison、Henry Ford、Andrew Carnegie 或 Sam Walton 等人——他们或者发明了看得见的商品或者组织了更有效率的生产和销售方式——相比,就不在同一个层次上。美国文化的本质——民粹主义——就与融资手法不相容,后者常常与贪污、欺诈和丑闻等联系在一起,有时甚至更糟,被看作是没有产出的劳动。在漫画中,金融圈子里的那些大玩家们不用生产任何商品就能赚到钱,攫取着“纸面利润”,似乎是在变戏法,从与生产活动没有直接关系的交易中榨出财富来。持有这种看法的不仅仅是普通人,还有智商过人的企业界人士。

但是,即使是历史上最声名狼藉的金融家也曾对美国的经济生活有过积极影响,因此应该得到一些尊重。19 世纪最典型的接管专家 Jay Gould 贪得无厌。他操纵一切,为人虚伪,不会经营铁路;然而,他对在财务上摇摇欲坠的铁路公司的机智进攻,迫使那些懂经营的人把公司经营得更好。上一个世纪之交时的银行家 Andrew Mellon 不能算是个有社会责任感的人,但他为新企业筹措资本的能力促进了重要的新技术的发展。J. P. Morgan 进行的企业合并与重整为他赚入了大量财富,还给他赢得了垄断者的名声,可他把经营不善的铁路公司从破产

边缘给拯救回来，提高了生产能力过剩的行业的效率。正是这些人，这些具有创造性的金融家，使得那些管理生产方式的人能够完成本来无法完成的事业^⑥。

本书探讨的是最近的一次金融创新：杠杆收购。杠杆收购是一种经典的创业手法，它的经济影响巨大，它的操作者因此既受人尊重，又使人恐惧。与经济生活中大量的更重要的创新一样，它是在经济主流以外发展起来的。就杠杆收购而言，它处在金融的边缘地带。它究竟产生于何时并不为人所知；但是，在 60 年代和 70 年代，在华尔街后面的巷子里，现在著名的一些专业事务所，如 Kohlberg Kravis Roberts；Forstmann, Little ；和 Clayton, Dubilier & Rice 的先驱者们悄悄地把它磨炼为一件强有力的融资技术。

在 80 年代的并购高潮中，杠杆收购引发了美国经济的双重革命——一重革命发生在公司融资领域；另一重革命发生在公司治理领域——从而大大改变了经理们的权力和行为。杠杆收购不仅显著提高了具体企业的价值，而且改变了一般企业看待债务、治理和价值创造的方式。为了成功，杠杆收购通常要求进行大幅度的经营改革、重新配置资本和调整人员。杠杆收购激起了无数利益团体——从公司经理到工会、从社区到债权人——的怒火，他们的权力、地位、工作和其他经济利益皆受到企业重整的影响。所以，在许多地方，杠杆收购被贬斥为又一次无生产性的危险的融资手段也就不足为奇了。

在所谓的“杠杆收购企业”中，Kohlberg Kravis Roberts (KKR) 最为成功，也最为臭名昭著。它的组织生命始于 1976 年，当时，三个不安分的交易商离开了投资银行 Bear, Stearns, Inc.，去建立他们自己的合伙企业。Jerome Kohlberg、Henry Kravis 和 George Roberts 分别在纽约和旧金山开设了两个办事处，从那里他们向银行和个人投资者募集资金，其中的许多投

资者已十分熟悉其业已炉火纯青的、用债务收购小公司的技术。在新金融企业年鉴中, KKR 的成立并不引人注目。在脆弱的投资银行业里, 人们不断地更换工作, 常常放弃他们在大公司中相对稳定的工作去建立自己的企业。由于这类企业的生存完全依靠其创始人的稳定性和能力, 因此, 大部分公司在很短的时间里就销声匿迹。但是, KKR 这个小合伙企业却从默默无声的开办而终于成长为大企业融资史上权力最集中的场所之一。今天, 它依然是华尔街上存续期较长的机构之一。

他们的成功建立于他们在 Bear, Stearns 8 年的合作期间发展起来的一种有些新意, 甚至可以说是与众不同的方法的基础上。这个“三人小组”收购经营良好、有可预测的收入流和现金流的私人控股公司。在他们的融资收购行动中, 几乎所有资金都是借来的。通过使用大量债务或者说杠杆, 他们把购买股权的成本降低到最小, 并与目标公司管理层共同拥有股权。如果被收购企业的现金流足以偿付借款而有余, 他们就可依赖及时减少债务和促进长期效率而获得成功。如果一切顺利(通常在 5~7 年里), 他们会把股权出售, 获得远高于平均水平的收益。

* KKR 喜欢把这些交易安排称为“管理阶层收购”(Management Buyouts), 但“杠杆收购”(Leveraged Buyout)——常常缩写为 LBO——一词在行业用语和专业与学术文献中更常用。在本书中, 收购(Buyout)、管理阶层收购和杠杆收购三个术语相互通用, 三者间的细微差别通过上下文说明, 或者, 在必要时我们会加以解释。

KKR 与其他收购专家的不同之处是它在变幻莫测的经济

和金融环境中适应新的机会、调整其技术的独特能力。KKR擅长培育与债务投资者和股权投资者间的信任关系。在这一过程中,KKR把杠杆收购的规模和范围发展到了史无前例的高度,1988~1989年融资310亿美元收购RJR Nabisco 可谓是巅峰之作。对RJR Nabisco的收购,同时还伴随着对它的管理阶层马上进行的整改、大规模出售资产和全方位的经营改革。这一收购事件使KKR在美国几乎家喻户晓。在公众眼中,它或者被看作是美国资本市场的进步力量,或者被看作是一股恶势力。你究竟持何种看法取决于你处在哪一阵营和你相信谁。

在美国从70年代死气沉沉的经济中复苏并大踏步前进的过程中,KKR的历史构成了其中的重要一章。在美国撤兵越南后,美国企业界似乎也处在败退之中,一度自吹自擂的公司千疮百孔,管理阶层纸醉金迷。80年代的并购浪潮在很大程度上是对这一局面的反应,通过公司重整赚取利润的大量机会的存在,推动了这次并购浪潮。KKR的收购活动是这一改革进程中的组成部分。

美国企业在80年代的重整受到并购浪潮漫长的历史影响,各次并购浪潮促进了美国企业制度和金融制度的演变。此前的每一次并购浪潮——有重大影响的并购浪潮共发生过三次——都是对美国企业中的结构问题作出的反应。每次并购浪潮都发生在过剩生产能力很多、投资资金来源充足之时。每次浪潮都可谓进行得淋漓尽致都促成了管制改革和立法改革,这些改革改变了进行收购的动机和方式。因此,每次浪潮都留下了遗产,而80年代的金融家们,无论他们有无意识到,都是在对这些遗产作出反应。

金融资本主义

在这些遗产中，一个最重要的长期问题是美国的公司治理：如何使公司经理们的行为与公司股东的利益相一致。这一问题的根源可追溯至 19 世纪中期。当时，为了利用工业革命带来的组织效率，出现了最初的大公司。在传统企业中，经理同时也是所有者，因此无需考虑公司治理问题。在像 Carnegie Steel 或 Standard Oil 这样的最早出现的大企业中也不存在这一问题，因为在这些企业创立之初，所有权和经理的利益已紧密地联系在一起。

股东和经理间的利益冲突最早出现在基础设施行业里。在这些行业里，存在对资本的大量需求，在企业通过留存收益为企业扩张提供资金的能力达到极限时，迫使公司公开募股。代表股东利益的董事们和公司经理在利润的用途上争执不休。理解新技术巨大增长潜力的经理们对越来越远离企业的“缺位所有者”(Absentee Owners)——后者阻止机构建设、长期投资和创新——给他们施加的约束恼怒不已。1885 年，19 世纪通讯业的战略天才 Theodore Vail 辞去了在纽约的 AT&T 的负责人职务。与极端保守的 Boston Brahmins——Vail 受雇管理的这家公司就被此人控制——在资源问题上的不断争吵已使他的神经极度紧张。在年轻的铁路业中，系统建设者发现很难说服董事会推迟股利分配和把资金投入资本密集型网络上，尽管铁路网能给当时美国零散的运输设施带来秩序、规模经济和稳定性^⑥。随着大企业在美国几乎每一个主要经济部门中出现，分散的所有权与负责系统建设的管理层间的这种冲突愈益常见。

就公司股东而言，他们有充足理由担心自己的投资所托非

人——经理缺乏能力、机会主义或腐败。理性的系统建设毕竟很容易退化为经理们建设自己的王国。大部分股东在复杂组织的技术细节和经营细节上缺少信息和专业知识，他们只能依赖所雇用的经理的忠诚和技能，以及董事会监督经理绩效的能力。

在第一次合并浪潮发生时，情况正是如此。当时金融企业家介入进来，解决了其中的一些问题。在 1897~1904 年间，大约 4 277 家美国公司合并成 257 家公司。在这些交易中，大部分发生在水平层面上——即发生在业务相近的公司之间。(在某种程度上，1890 年的《谢尔曼反托拉斯法》应对此负责，因为它阻止相互竞争的公司相互合作，但不禁止它们相互合并。)和后面的几次浪潮一样，从好的交易中赚取利润的动机反而促成了差的交易的发生——一些公司之间的合并没有经济理由，后来只能再次分离。但是，从总体上看，第一次合并浪潮并不只是为了实现垄断而是为了追求效率。安排合并的金融家们的活动帮助消除了过剩的生产能力——特别是在资本密集型行业，如铁路和钢铁业中^①。

在促进这些交易和为这些交易融资——常常使用大量的债务——的过程中，一类新型投资银行家在其中发挥了重要作用。这一时期的标志性交易是 1901 年 8 家钢铁公司合并为美国钢铁公司(U. S. Steel Corporation)，总资本惊人地高达 12 亿美元——等于当时美国国民生产总值的 7%。这起合并是由 J. P. Morgan 领导的辛迪加提供资金的。Morgan 是当时最杰出的金融家，通过重整千疮百孔的铁路业树立了自己的名声。在美国钢铁公司的资本结构中，有 5.5 亿美元的利率为 7% 的优先股、5.5 亿美元的普通股和 3.04 亿美元的利率为 5% 的金边债券，杠杆比率实际上达到了 61%。收购价给了卖方一个溢价，但这与 Morgan 辛迪加预期从美国钢铁公司中得到的价值相比，还是低很多。Morgan 接着把自己的合伙人派到了新公司的董事会中^②。

当时的大型融资普遍如此，投资银行家在协调所有者和经

理的利益中扮演着重要角色。中介商,如 J. P. Morgan;Kuhn, Loeb 的 Jacob Schiff ;纽约 First National Bank 的 George F. Baker 和他们的伙伴统治着大上市公司的董事会。作为信托机构,它们保护着股东和债权人的利益,同时就公司战略、政策和融资结构提供有价值的咨询。对企业进行重整的金融家们的持续监督是历史学家们所谓的‘金融资本主义’的标志^②。

在第二次并购浪潮发生时——这次并购浪潮时间更长,始于 1916 年,经历了 20 年代的经济景气,在 1929 年的股市崩溃时结束——金融资本主义已经衰退。在这次浪潮中相互合并的很多企业是新成立的公共事业企业和能够从压缩生产能力中受益的其他基础产业。在这一时期,垂直合并——即从事资源开发、生产、销售的企业之间的合并——更重要,它帮助地区性公司扩大经营范围,服务全国市场。在这次浪潮中,投资银行在促进合并和合并融资中再次起着主要作用。虽然在当时基本不受管制的全国性证券市场上出现了一些严重欺诈行为,但总体上看,第二次浪潮是积极的。随着金融中介机构越来越娴熟地从小投资者手中筹措资金,买卖大公司债券和股票的二级市场不断壮大。

但是,随着金融在美国企业生活中的重要性日益加强,金融家们在美国企业董事会中的影响力却在下降。金融资本主义让位于经理资本主义。

经理资本主义

随着经营规模和经营复杂性的增加,大公司越来越依赖一类新型执行人员——职业技术官僚。在复杂的现代公司中,经理们一般因为其战略才能、技术知识和组织经验而不是凭借家族关

系或所有权成为执行人员。社会评论家 Walter Lippmann 在 1914 年指出,大型企业现在‘由拿薪水的经理们……管理,他们与所有权……相分离……利润不是他们的动机’^⑩。和许多人一样,他认为这是非常积极的发展——是精英统治的胜利。专家管理,没有了呆板的所有权束缚,是 20 世纪中期机构资本主义发展的关键^⑪。很难对这一段现在已成定论的历史提出质疑,但是,随着管理与所有权的分离,控制问题和官僚问题最终浮现出来。

与此同时,为公司增长提供融资便利的银行家越来越不愿意监督经理的表现。这一趋势开始于第一次世界大战前,当时华尔街由于集中了对美国生产性资产的控制权而受到严厉的批判。更明确地限制金融家进入董事会的‘新政’管制强化了这一趋势。在大萧条期间,公众对企业界和金融界的敌意达到了巅峰,政府严厉限制银行持有公司股份,这削弱了金融中介机构进入董事会的财富动机。《1940 年投资公司法》(Investment Company Act of 1940)限制投资基金投资于任一公司的股份比例。自此以后,货币经理们不再担任董事,银行家由于害怕承担责任也远离客户公司的治理事务。投资银行家发现,他们仍可以从安排交易中大笔赚钱,同时又能避免与公司的财务控制权联系在一起而引来的责任和指责^⑫。

这一结果是有代价的。由于所有权与控制权相分离,没有了中介机构在董事会中的有力参与,经理们的个人利益和公司的业务利益间的联系严重削弱,甚至完全断裂。一些观察家对这一结果深感不安。“如果我们假定对个人利润的渴望是鼓励控制的主要力量”,1933 年,Adolf Berle 和 Gardiner Means 在关于这一问题的经典著作中写道:

我们就必须认识到,控制权的利益不同于所有权的利益,两者常常截然相反;一个追求利润的控制团体不会最大

程度地服务所有者。在公司的经营中,控制团体,即使拥有大量股份,仍会以牺牲公司利益为代价填满自己的口袋而不是为公司创造利润。^③

换句话说,在现代公司中,存在着激烈的委托—代理冲突:代理人(经理)总是有动机为自己的利益而不是为委托人(所有者)的利益管理公司,现在他们更少受到有效的所有权控制的制约。现代代理理论家所谓的经理机会主义——最经常地表现为经理们建设自己的独立王国的行为——可能会超越更有效率的利润目标^④。用经济学术语表述就是,不受制衡的经理会不恰当地配置公司的闲置现金流量——即在履行了公司其他所有的义务和进行了所有的有合理盈利能力的长期投资后应该支付给股东的资金^⑤。

经理们的地位蒸蒸日上,即使如此,企业存在的主要目的是为股东创造财富的信条依然是最好的约束。20世纪里两个最重要的公司的经理 Henry Ford 和 Alfred Sloan 在行为上的具有讽刺意味的反差可以说明这一点。Ford 始终控制着福特(Ford)公司的股权,他喜欢说自己的职业是制造便宜的汽车,赚钱只是生产优质 T 型车的副产品。小股东明确的利润要求使他恼怒不已。1920 年,他买下了他们的股份,以便能以自己认为合适的方式经营企业和配置资源。但问题是,虽然再没有人挑战他的思想,但他仍然让机会从手边溜走,没有及时地对需求变化作出反应并低估了来自竞争对手的挑战。一度曾是世界上最有创新性的汽车公司就这样陷入了缓慢持久的衰落中。直到 Ford 于 1945 年去世,这家公司才得以幸免被人遗忘。

Sloan 是管理者的典范,他从来没有忘记自己为股东赚钱的目的。有这一目的在心中,他重组了一度苦苦挣扎的通用汽车(General Motors)公司,把它从一个分散的组织和供应公司的联合体转变为一个精简严密的企业。当需求的人口特征发生

变化,反映出收入的上升和更复杂的偏好时,Sloan 为通用汽车公司划分了市场,为每个收入层次、每一种偏好的人提供不同的运输工具。在成功到来时,他依然使经理们保持着创新精神。他敦促经理们修正市场预测,重新设计产品,不断改善经营和反思自己的工作。这样,仅仅在几年的时间里,通用汽车公司便超越了福特公司。甚至在大萧条时期,通过不断提高公司效率,Sloan 依然为股东创造着财富[®]。1946 年,Peter Drucker 在其名著 *The Concept of the Corporation* 中称颂 Alfred Sloan 在他的笔下,通用汽车公司成了有效的公司治理和管理的楷模[®]。

在二战后美国经济扩张的‘黄金时代’,随着股票投资的扩张,普通家庭大量涌入股票市场,经理资本主义继续处于全盛期。股东们发现,通过分散自己的投资组合可以减少风险,而经理们则通过谈判争取到更有利的雇佣合同,增加自己的薪水和津贴,削弱有权解雇他们的人的监督权力,最终通过投资于更分散的资产来减少自己的风险。经理资本主义的力量之所在是它作为专业经理们提供了投资于增长战略的自主权。它的脆弱之处是为经理们提供了建设独立王国和以在长期里不会增加股东价值的方式配置资源的力量。

公司治理的崩溃

后来的经理们忘记了 Sloan,这导致了公司效率的下降。第二次世界大战以后的趋势是股权分散持有的公司的最高执行经理任命自己为董事会主席,把下级和友好的‘外部人’安置在董事会中。在公司内部,中层经理班子膨胀,公司各个管理部门承担了越来越多的管理职能——随着环境的变化,一些职能的有用性消失,然而却没有哪一项职能被取消。雇佣结构越来越

僵化,经理们为换取劳工的合作而作出让步,工会为成员赢得了更大份额的公司收入——这不仅反映在工资上,而且反映在医疗保险、假期、养老金和自动的生活成本调整上。更僵硬的工作规则、投诉程序和年资条款也增加了成本,却没有提高劳动生产率^③。随着劳动成本的上升,中层经理的薪水和津贴随之上升。

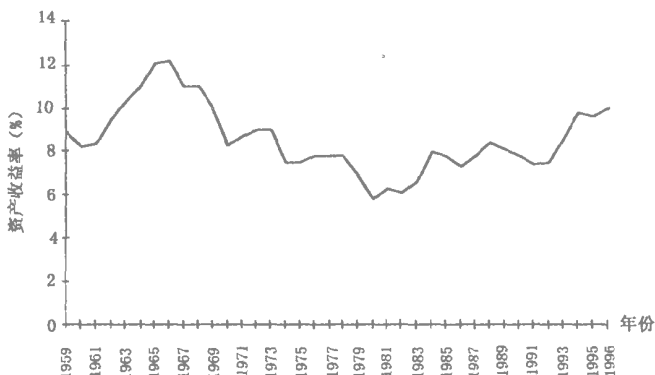
在 50 年代和 60 年代的大部分时间里,在资本主义世界里,美国在军事、政治和经济上傲视群雄。美国的市场之大(1950 年,美国市场约为世界市场的一半),使得美国企业根本没有理由担心外国竞争。国内市场在理论上是开放的,但是,由于外国竞争对手脆弱,国内市场实际上受到保护。当时,几乎所有的工业化欧洲国家和日本都在挣扎着从战争的废墟中恢复元气。在这一时期,公司获利能力巨大,美国的企业体系为全世界所瞩目。咨询业通过输出美国的管理理论和管理实务赚得大笔咨询费,战后美国经济的统治地位强化了经理权力的扩张与地位。

60 年代后期出版了两本特别有影响的著作,把美国大公司的效率捧上了天:John Kenneth Galbraith 的 *The New Industrial State* 和 Jean Jacques Servan Schreiber 的 *The American Challenge*。Servan Schreiber 警告说,由于卓越的组织能力,美国实际上可能占领世界市场。Galbraith 担心公司超越社会对它的控制能力。他认为,公司执行人员已经超越了股东对他们的控制能力。但是,似乎没有哪个美国股东意识到这一问题,更遑论去关注这一问题了^④。

具有讽刺意味的是,在这两本书问世时,美国经济已经遇到了麻烦。由于国内项目的膨胀和越南战争,政府债务迅速增长,国家经济负担日重。美国曾经在几乎每一种基本资源上自给自足,现在却越来越依赖外国石油填饱它对能源永无止境的渴求。其代价表现为 70 年代的高通货膨胀率和失业率,而这又增加了债务成本,降低了股票市场的收益率。受这些严重经济问题的

不利影响,在这个国家的大部分行业中,经理能力最终也受到了侵蚀。

到 70 年代中期,几乎每个人都认识到,美国企业陷入了困境。公司获利能力长期衰退,直至 1981~1982 年的萧条后,企业才从低谷中走出(见图 1-1)。美国的钢铁和汽车业与其他经济部门有着千丝万缕的关系,因此遭受到激烈的竞争性攻击。外国生产商,特别是日本的生产商,制造的产品质量更好、价格更便宜。在家用电子产品市场上,日本也抢走了很大的份额^⑥。



说明：收益率等于税前收入加利息除以有形资产。

资料来源：James Poterba, "The Rate of Return to Corporate Capital and Factor Shares", MIT 和 NBER Working Paper, 1997 年 3 月。

图 1-1 公司获利能力(1959~1996 年)

一度傲视群雄的美国公司,如通用汽车公司、美国钢铁公司和 RCA,都陷入了衰退中。处在经济核心地位的成熟行业成为了自鸣得意的寡头,对稳定的渴求取代了利润最大化和价格竞争。劳工关系演变为行业范围内的集体谈判模式,工资和福利的增长被打入商品和服务的成本中。公司的奖励机制有利于行政官僚(他们知道如何管理公司的政治)而不是具有创业精神的离经叛道者(他们更有可能发起改革)。董事会普遍没能使上市

公司的经理们负起责任来，这使问题更加严重。如果董事会要求经理们负起责任，经理们可能会更努力地创新、降低成本和更好地重视客户需求的变化^①。

与此同时，美国证券市场的结构也在逐步转变——这种变化也许能为恢复股东的影响力提供一些途径。在战后的一段时间里，上市公司的典型股东是一个富有的或至少是中上阶层的人或家族，现在却是机构投资者。养老金惊人的增长和互助基金的日益普及，开始把小投资者的股票投资重新集中在少数水平高超的经理们管理之下。然而，这一趋势并没有直接导致股东影响力的恢复，因为在战后时期里，使心怀不满的股东难以纠正不良管理的政府政策越来越多^②。

战前的立法和管制限制互助基金拥有任何一家公司 10% 以上的股份。1974 年，国会通过了《退休保障法》（Employment Retirement Security Act，以下简称为 ERISA），要求养老金广泛分散其投资组合以便保本，并使发生巨额损失的成本最小化。ERISA 严重限制了公共养老基金的经理们集中自己的影响力于任何一个公司的能力。并且，由于公司执行人员一般持有对其公司的私人养老金的控制权，他们能够有效地限制其他来源的潜在的股东积极主义。所有这些都保证了投资组合分散化的实现，但弱化了机构投资者对公司经理可能拥有的监督权。总而言之，一切正如法律史学家 Mark Roe 对情况的描述：

法律有意削弱金融机构持有大量股权——而金融机构持有大量股权会促进对经理的严厉监督——的能力。银行……不能持有股份。互助基金一般不能拥有一家企业大量股份。保险公司只能把投资组合的极小部分投资于某一公司的股票上。养老金拥有股票，但面临着限制并被企业经理控制而不是控制企业的经理^③。

因此，虽然经理们一般宣称他们的行动建立在他们保护股

东利益的信托责任基础上，但他们基本上可以自行其是——和过去相比，有过之而无不及。成熟行业的执行经理们自行其是、办事官僚，倾向于墨守成规而不是变革，追求增长而不是效率。大量的经理过度投资于浪费性项目上，仅仅为了增长的目的而收购资产。他们不是把盈利返回给股东，而是投资于建设自己的独立王国，根本不关心股票回报率。严重的经理机会主义还反映在臃肿的公司总部的建立上，反映在公务飞机、加长轿车、游艇和疗养地的购买上，反映在对利润毫无促进作用的豪华旅行和著名体育赛事的资助上。一些经理没能足够地投资于能使公司应付市场变化、全球竞争和放松管制的挑战上。

即使股东们认识到经理的无能或机会主义，他们也无可奈何。现代司法判例中所谓的“经营判断规则”(Business Judgment Rule)帮助经理们不因滥用公司资产而被起诉。只在极少的财务危机情况中，有银行关系的外部董事才会被迫采取行动。除非情况变得如此糟糕以至于董事自己可能要承担责任，否则，俯首听命的董事会不会使碌碌无为的经理负起责任。根据法律，持有异议的少数股东可以求助于高成本的代理投票权争夺战来把在他们眼中更友好的董事安置到董事会中，然而，这类活动几乎总是竹篮打水^③。心怀不满的所有者只剩下出售股票这最后一条路可走，随着这种行为愈益频繁地发生，经理们认为，股东如白驹过隙，使得他们无法关注企业的长期利益。

如果简单地把股东看作是缺位所有者，这种说法有其合理之处。公司股东毕竟不是传统意义上的所有者；他们的权利是间接的。譬如说，根据公司法，股东没有权利管理或处置他们的股份所代表的资产。他们甚至没有权利占有其股份所代表的实物资产。

然而，他们有权选举董事会，由董事会选择执行经理。经理们最终对股东负有特殊的信托责任，对企业的其他组成人员并

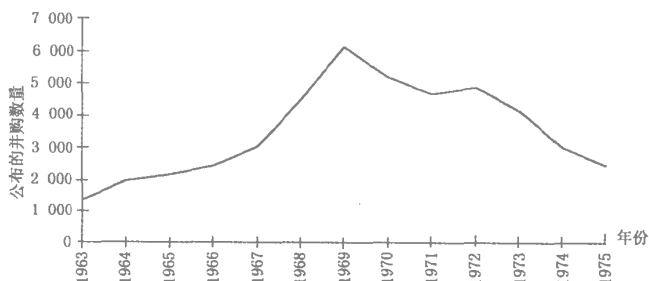
不依法负有这种责任。

只有具有完整的经济意义，这一责任才是至高无上的。作为公司资产的剩余索取者——即在企业清盘时最后（在供应商、债权人和工人之后）获得支付的人——股东作为一个阶层在资产的长期健全性上有最大的利益。因此，通过努力管理资产以最大化股东的利益，经理们必须努力最大化他们的效率。而在长期，这会对社会产生最好的经济结果。一切削弱经理们对股东的责任感因素都会削弱追求公司长期效率的动机、强化经理的机会主义动机。

经理机会主义和联合型合并浪潮

经理机会主义在美国第三次并购浪潮中表现得最为明显。这次并购浪潮于 1963 年开始，6 年后达到顶峰。当时公布的交易数量为 6 107 笔（见图 1-2），这一历史最高纪录直到 1996 年才被打破。反托拉斯政策在这次合并浪潮所采取的形式中再次发挥着作用，但作用方式与以前不同。阻止反竞争性合并的管制的加强导致患有扩张饥渴症的经理为其盈余资金寻求新的出路。（增发股利不是他们偏爱的出路。）在理财上手段高明的经理们一马当先，把不相关行业中的公司集中在一起。在 1965 年后的 10 年中，在所有的并购活动中，约 80% 为这种“联合型”合并^③。

在巅峰时期，联合型收购一般用股票融资，股票价值在牛市中普遍上涨。具有讽刺意味的是，许多联合型合并是由利用税法中的漏洞和会计操纵实现短期股价上涨的企图推动的，而不是为了改善基础资产的经济价值。在通过合并组成的联合型企业 Litton Industries 报告了收益不良、股市走低和税收优惠



资料来源:Mergerstat Review,1989。

图 1—2 公布的并购数量 (1963~1975 年)

被取消之后,联合型合并浪潮开始消退。这些因素加剧了市场对联合型战略在长期里增加资产价值的怀疑。然而,联合型并购活动依然以相当稳健的步伐继续前进。在 1974 年以前,每年总的合并水平依然维持在 4 000 笔以上;1974 年,合并活动因国际石油危机而急剧减少。

联合型合并浪潮为什么持续如此之久?联合型合并在很大程度上是由不甘落后的心理驱使的,和其他经营热潮一样,得到了咨询专家、企业评论家和执行人员的首肯。当时认为,高超的管理技术能使技术高明的经理们管理各种各样的业务。在没有有力证据的情况下,把联合型合并说成为通过良好协调的高度分散化资产的合并实现‘协同’更低的资本成本和范围经济是再简单不过的。不是每个人都赞同这种说法,史学家 Alfred Chandler 就对这一现象表示担忧,高级经理“通过分散化实现增长——收购他们在其中几乎没有任何组织能力为其提供竞争力的行业,从而忽视了经理型企业的逻辑。”^⑥联合王国的建立“满足了”经理们所提出的更高的薪水和津贴,经理机会主义逻辑无处不存。

少数联合型企业持续实现了优良的长期经营成果——通用