

中欧新经理人译丛

所有权与价值创造

——新经济时代的公司治理战略

Ownership and Value Creation

Strategic Corporate Governance in the New Economy

罗尔夫·H·卡尔森 (Rolf H. Carlsson) 著

王晓玲 译

黄伟力 审校

上海交通大学出版社

作者简介

罗尔夫·H·卡尔森：商业战略、价值创造、组织和公司治理方面的资深顾问。从20世纪70年代早期开始，他就在现在是凯捷安永公司一部分的斯堪的那维亚行政管理学院和斯堪的那维亚行政管理学院董事会担任国际管理咨询顾问。在此之前，他曾供职于投资/风险资本公司和商业银行。

他从斯德歌尔摩经济学院获MBA学位，是斯堪的那维亚行政管理研究学院的资深研究专家。

罗尔夫·H·卡尔森已出版了几本瑞典版的关于所有权的著作。他的电子邮件联系方式是：rc@crrc.se

译者简介

王晓玲： 毕业于上海交通大学人文学院，哲学硕士，专业研究方向为方法论。辅读课程涉及管理学一般原理，尝试以哲学方法论的观点研究公司治理问题。

谨献给埃里克·雷曼
我已故的良师益友

对本书的评价

近年来，公司治理和能动所有权问题受到了越来越多的关注。活跃的美国制度赋予盎格鲁—撒克逊模式以活力，并将其推广至欧洲大陆和日本这些银行所有权或交叉所有权网络已得到控制的地区。罗尔夫·H·卡尔森提供了一种有价值的历史考察方法，并以个案分析阐明了积极所有权在公司发展中是如何发挥其重要作用的。最后，该书就公司治理的前进方向提出了一些有趣的观点，还对如何使这一管理模式更好地发挥作用提出了一些建议。

——ABB董事会董事长柏西·巴恩韦克

谁掌管现代公司？所有者们应如何决策？对欧洲公司来说，公司财政朝着盎格鲁—撒克逊模式发展正在成为公司治理的中心问题。罗尔夫·H·卡尔森以全新的眼光和历史的深度审视所有权、管理和价值重建的问题，这是每一个公司及其所有者都应思考的。

——管理学编辑、经济学家弗兰西斯·卡那克罗斯

遵从惯例的投资者们正面临从被动股东向股份所有者转变的巨大挑战，他们有足够的价值在价值创造过程中发挥推动作用。沃伦堡家族五代的持续成功培育了源自瑞典的众多出众的跨国公司，从卡尔森对其家族能动所有权的预见性分析中，我们获益匪浅。卡尔森为阐明价值创造问题和能动所有者的作用，提出了具有说服力的参考框架和分析工具。此书为所有公司治理中的重要问题做出了意

义非凡的贡献。我被深深地吸引了，很高兴能读到它。

——Jones Day和斯坦福法学院、加州政府雇员退休基金前任
总顾问理查德·H·库伯斯

这本有创新意义的书集中讨论了对公司治理负有最终责任的所有者的问题，并对实施有效管理权的方法提出了有用的见解。

——哈佛商学院杰伊·W·洛奇教授

该书不仅中肯地提出了公司治理中的关键问题，还通过凸现全球化带来的严峻挑战提出了新的观点。这是一本有关所有权和公司治理重要问题的全新之作。

——德意志银行股份有限公司高级法律顾问R·马尔施·巴尔纳博士

罗尔夫·H·卡尔森这本关于所有权的著作的问世一直为管理者们所热切期盼。他能够独树一帜地对一直领先于世界的瑞典公司结构进行阐述，在评估政府参与的程度方面，集中讨论所有权问题便格外重要。同理，在一个以平等意识著称的社会中，家族控制模式成为焦点就不足为奇了。卡尔森为我们的讨论提供了新的材料，这是一本我们期待已久的书。

——兰恩斯投资管理公司负责人罗伯特·A·G·穆克

罗尔夫·H·卡尔森提出了一个经常被忽视的问题：怎样被视为一个所有者？良性所有权由什么构成以及我们为什么需要它？在罗尔夫·H·卡尔森书中提及的细微而丰富的有关所有权能力的分析，超出了传统争论，为在私人或公共部门供职的投资家、工业家、企业家以及所有者提供了真正有趣且很有价值的视角。

迄今为止的近150年来，人们一直在想方设法建立、支持和发展企业以创造长期股东价值。我们置身于众多的企业中，从小规模的刚起步的小企业直到现代的跨国大集团。罗尔夫·H·卡尔森分析了这一过程，其中关于公司治理的模式是关键所在，它同时为我们通向企业之路提供了极富价值的视角。

——瑞典投资公司首席执行官马库斯·沃伦堡

前言

我们需要对所有权抱有热情，既然所有权本身就包含有强烈的热情因素在内。那些改变世界的所有者和企业家们，如亨利·福特家族（福特公司）、比尔·盖茨（微软公司）、泰德·特纳家族及宜家家居，对他们自己的想法和观点犹如对待其所属企业的可持续发展前景一样，充满了热情。然而，这种类型的直接所有权，包括略逊一筹的杰出个人在现代已经很罕见了。就市场资本来说，名人股份由各种各样的因素组成——彼此信任、福利基金、保险公司。合作所有权反而成为匿名的，特别是在许多发达经济体中。

更糟糕的是，这种状况与人们长期忽视所有权对商业乃至社会全面繁荣的重要性密切相关，换言之，前者是后者的直接后果。

我敢说，这本书正是基于对所有权热情的关注而写成的。所有权起着至关重要的作用，在公司创造持续价值而走向全面繁荣方面，所有权起着责无旁贷的作用。

既然所有权问题一直处于被忽略的境地，那么，播撒所有权的福音就极为关键了。我希望这本书能如引言所说，通过关注所有权和价值创造的这一问题，以其独特贡献来支持这一事业。

本书以我的瑞典语版本（1997年）为基础。然而，为与国际读者交流，我对这一英文版本进行了大幅度的修订，并更新材料以反映当前状况和所有权面临的新挑战，如新经济时代产生的一些问题。为这一版本所做的工作也使我有可能深化与扩展对沃伦堡家族的个案研究，与此同时，我从中受益匪浅。

致 谢

为本书的出版，我必须向很多个人以及一些机构致谢。

在面向国际读者更新和修改原版本的过程中，伴随着整个项目的进行，我的想法也日见成熟，其结果就是现在这一蕴涵着80%新材料的版本。这些想法之所以能够发展，主要是因为与众多有识之士以及那些最使人产生兴趣的人进行的一系列采访与讨论——您会发现，他们中的许多人在公司治理、所有权和价值创造问题上都是最合格的。我衷心感谢所有包括在采访名录（附录1）上的人，他们都主动热情地向我介绍他们的观点和经验。当然，我本人单独为书中这些由采访及审慎思考所形成的最后结论负责。

然而，我还要对采访名录上所列的以其他方式给予我更多帮助的个人表示更深的谢意。他们同意我进行多次广泛的采访，帮助我联系更多的受访者，允许我在书中引用他们的观点，阅读我的书稿，给予宝贵的反馈意见，并且为我提供数据和引用材料。我非常感谢简—皮埃尔·奥泽默、柏西·巴恩韦克、勃·伯格瑞、埃瑞克·伯格夫、克拉斯·伯格斯卓姆、鲍勃·博德特、拉姆齐·布鲁夫、塞·多米尼克·卡德伯瑞、弗兰西斯·卡尔尼克罗斯、威廉姆·D·克瑞斯特、斯蒂芬·克鲁兹、米切尔·埃迪肯斯、多纳尔德·高戈尔、莱恩纳特·格瑞伯、芬尼·约翰森、理查德·H·库伯斯、哈肯·林德格瑞、杰伊·W·朗斯切、奥尔夫·伦德、瑞哈德·马斯切、伯纳拉斯·米尔伯格、艾拉·密尔斯坦、罗伯特·A·G·蒙克斯、理查德·诺曼尼、丹尼尔·尼伯格、安德斯·伯林杰、亨瑞克·瑞曼、伯爵恩·萨维恩、伯·斯潘伯格、本杰特·斯代蒙尼、马库斯·沃伦堡、丹尼斯·维

瑟斯通以及克瑞斯特·泽特伯格。

我非常感谢约翰·威利父子有限公司的出版编辑黛安娜·泰勒，她对本书的观点和前景充满信心，并不厌其烦地接受一再延期的最后交稿期限。在整个项目进行过程中，她对初稿的反馈意见是最有建设意义和令人鼓舞的。

我还要对伯泰尔·埃克里德表示感谢，他将埃克利兹·弗兰格的权利转让给瑞典语版本，推动了本书的出版。

这一项目的研究之所以可能，是因为得到了来自斯堪的那维亚行政管理学院基金和印达斯特利基金的研究授权。我很愿意分别对斯堪的那维亚行政管理学院董事会以及比爵恩·萨维恩——印达斯特利基金的首席执行官——表达我诚挚的谢意。我非常感谢Gemini咨询公司同意我申请假期进行这个项目，并一直准许我使用他们的设备。

我要向卡尔—马格努斯·沃伦堡表示最衷心的感谢，他为我最初研究和最后校订提供了帮助。安娜·比爵克达尔检索了大量的资料，为我提供了极大的帮助，更不用说她全心全意地教我独立进行电脑操作。所有的读者都应感谢伊莎贝拉·霍尔伯格，她仔细检查了我的英语文稿，并提高了我的英语水平。如果您还能发现一些奇怪的表达和语法错误的话，那是因为我在最后时刻对手稿进行了修改和添加。我非常感谢她长期以来的帮助，并希望她教我的语言课程今后依然有用。

最后，我还要感谢盖伊·约翰森，他将我大量的采访口述和潦草的手写稿打印成文，并对我自己输入的部分文稿进行整理，而且制作了如表格和图表这些我无法在电脑上完成的东西。非常感谢你，盖伊。

罗尔夫·H·卡尔森

2000年12月于德哥尔摩

引 言

本书的标题——《所有权与价值创造：新经济时代的公司治理战略》——传达了书中以下的主要观点：

- 所有权将起到至关重要的作用！在市场经济中所有权将发挥不可或缺的作用，其质量将影响企业能否创造可持续价值；
- 在新千年中，所有权将成为关键的因素。全球化和新经济，这两个巨大的变革力量对企业提出了新的挑战。目前正在涌现的各种新技术和不断增强的创业精神都是神奇的资产。然而，如果我们想把这些资产成功地转化为可持续的价值创造和商业繁荣的话，就必须考虑有效的、勤勉的公司治理；
- 公司和商业实体的所有者们必须迎接作为所有者所要面对的挑战，并要为此做好准备；
- 公司治理的活动家们在考虑公司和商业实体的治理结构时必须更多地关注商业繁荣问题。这就是战略性公司治理问题；
- 所有者必须具有一定的能力才能完成所有权的价值创造职能。这是许多股东必须接受的至关重要的发展挑战，如果他们想真正成为所有者。

焦点和目的

本书的焦点是所有权和可持续价值创造的作用以及为实现这一作用所需的能力和其他必要的准备。除了分析以上各主题的相关性，本书的目的还在于为那些期冀提高价值创造能力的所有者们提供帮助。涉及的主题包括：

- 价值创造的框架和所有者作用；
- 所有权职能的整体发展及其在所有者之间的差异；
- 成功的所有者专家提供的经验；
- 积极的所有者管理价值创造过程所必需的分析工具；
- 所有者、董事会和执行管理层三者之间作用的差异；
- 治理过程的巩固。

激发撰写本书与讨论重点的一些观察资料

本书的标题——《所有权与价值创造：新经济时代的公司治理战略》——应该被视为是近年来股市和市场资本化巨大发展的逆流。迅速扩张的股市投资中的资金流和逐渐加剧的对未来价值回报的期望是这一令人瞠目结舌的发展背后的强大推动力，并且这二者是互动的。然而，这些过度的未来期望能在不久的将来自动承担起基本的价值创造后果吗？大多数有识之士认识到这一切不会成为事实。但问题依然存在：反映当前股市价格的未来期望和最终的基本价值创造在多大程度上将趋向一致？

股市——一个美妙的新事物

股市是一个美妙的新事物。它推动风险资本的流动，将其从成千上万的储户或投资者手中转移到那些需要风险资本以实现其成长和繁荣的企业那里。股市可以兼容大小储户。那些只能拿出几美元的小储户可以加入进来，对一个十亿美元的实体公司给予财政支持。股市对每一股设定价格，这样，您，也就是投资者，每天都可以知晓您财富的价值。每一个上市公司都有标价，这样它才可以不断地更新关于公司代表的是何种资产价值、其价值如何的信息。这就是市场资本化，它需要产生回报。

因此，问题在哪儿呢？在拥有了这一美妙的风险资本交换和定价的市场机制之后，我们为什么还不能幸福地生活呢？

不幸的是，股市有可能总是错的！

当然，大多数人会持相反的观点。市场总是正确的——市场决定您以怎样的价格进行股票交易，以及在何种条件下企业可以获得新的风险资本，从这一意义上来说他们是正确的。但是，市场从根本上来说是错的，因为没有人能预见未来，而与此同时股票的价格却被认为是未来收益的一种反映。

因此，本书标题与其内容是密切相关的。尽管公司在证券市场的交易和定价与基本的价值创造过程是关联的，但是股市运作的逻辑和公司运作的逻辑是截然不同的。一个小例子足以说明问题：一个股东可以随时卖掉手中的股票，可以立即改变他对未来的预期；然而公司一旦投入一定的资源后在一定的时间内总是存在的，而不管随后是否会走向“繁荣或败落”。因此，股市和企业属于两个相互分

离的世界——然而这两个世界却不得不相互适应，它们之间的鸿沟必须填平。

所有权的职能——调和不同的逻辑

本书的一个主题是，上述问题（即反映当前股市价格的未来期望和最终的基本价值创造在多大程度上将趋向一致？）的实际结论和答案取决于我们在本书中所谓的所有权职能的质量。它以这样一种观点为基础：所有权的职能就是将股市中风险资本的来源和企业的基本过程连接起来，帮助实现可持续价值创造。本书认为，所有者——如果他们是积极的、有能力的，并且定位准确的话——在创造价值、实现商业繁荣的过程中将发挥关键作用。

在当今纷繁复杂的市场条件下，所有权职能由发挥不同作用的、各自实现部分职能的众多表演者组成：机构投资者——如养老基金、共同信托、保险公司——所有者专家，如风险资本家、杠杆收购/管理层收购（LBO/ MBO）、私人公司、投资公司和多种经营公司——以及除私人之外的投资者。

公司治理运动——增强所有权职能

涉及所有权职能所发生的，即使算不上惊人的，也是最重要的事是始于20世纪80年代中期的公司治理运动。其目的在于恢复所有者在公司治理中的作用，加强所有权职能，使董事会和执行管理层对所有者的负责。公司治理要求的不仅仅是股东价值，它几乎是以魔咒的形式在同一时期出现的。公司治理运动的先驱——加州政府雇员退休基金（详见第2章的讨论）——竭力主张用股份所有者来代替股东，突出所有者的权利和义务。这一新术语也表明了人们试图建立

公司治理新秩序的雄心。

公司治理运动对所有权职能的影响

这样，本书的一个引人注目的话题就是对公司治理运动的评价。为强化所有权职能、保护基本的价值创造，当前及未来我们应该做些什么呢？在分析后面章节得出的结论前，让我们先来关注一下英国最近成立的公司治理委员会所做的一项观察。这个委员会就是最值得我们尊敬的汉佩尔委员会（Hampel Committee）（详见第4章）。责任和商业繁荣是公司治理中两个最重要的方面。过去的公司治理运动对前者关注较多，而对后者却关注不够。也许有几个因素可以解释这一点，但公平地说，最主要的原因还是其中涉及的困难以及所有者影响价值创造所必需的能力。本书与汉佩尔委员会同样关注可持续价值创造。与此同时，我们还关心另一个问题，那就是如何才能使所有者成为有能力、有作为的价值创造者。因此，本书讨论的一个重点是所有权能力以及实现可持续价值创造所必需的东西。

本书的方法和结构

为证明最初所述观点之间的联系和实现本书所确立的目的，本书包括三个方面的主题：

- 公司治理和所有权职能：公司治理运动是否强化了所有权职能，是否为未来的挑战作好了准备？
- 成功所有权的经验教训：哪些能力因素和其他成功因子可以解释所有权的可持续价值创造？从现实生活中的一些成功

事例我们可以得到哪些经验与教训？

- 概念化及其含义：如何形成所有权、价值创造和公司治理的其他一些概念，提供有用的工具，加强所有者的能力和所有权的整体职能？它对未来的行动有哪些启示呢？我们从中得出哪些结论呢？

公司治理发展评估与所有权职能定位

公司治理的立足点在何处？在20世纪90年代以前，几乎没有人意识到这一术语和这种现象。今天，它在全球商业和金融界几乎是家喻户晓的名词了。但是，迄今为止我们在责任和商业繁荣这两个公司治理最重要方面又取得了哪些成就呢？与公司治理运动开始时相比，今天的公司董事会和执行管理层对所有者的责任是否承担起更多的责任？所有者是否提出了责任的要求，而那些掌管公司的人是否对此做出了反应？公司治理对商业繁荣做出了多大的贡献？当我们试图对迄今为止公司治理所取得的具体成就做出评估时，这些及一些其他问题就变得显而易见了。一些同样明显的问题是：公司治理运动将朝什么方向发展？公司治理的标准和实践是否越来越全球化？就责任和商业繁荣而言，公司治理未来日程将面临什么挑战？

为了使上述问题更具操作性，我们首先需要定位责任的含义，确定如何进行评估。其次，我们还需要增加评估商业繁荣的标准。最后，我们需要确定研究的范围，不使本书的篇幅过长。

责任和商业繁荣

尽管出于分析和行动的考虑，区分责任和商业繁荣是有益的，但是我们还要强调，它们是公司治理中两个相互关联的方面。首先，责

任有助于实现商业繁荣和可持续价值创造。

责任适用于所有者、董事会和执行管理层的连锁控制。董事会向所有者负责，同时，执行管理层向董事会负责（本书将讨论这种垂直的利益相关者模式，它模糊了董事会和执行管理层之间的界线）。

实现商业繁荣需要董事会和执行管理层有相当的行动自由，因此，这种权力被误用和滥用的风险总是存在的。董事会和执行管理层可以通过各种方法谋求自身的利益；甚至在经营业绩不断下滑的时候，他们也可以牢固确立自己的地位。偏袒某些股东团体，他们就可以保护自身的权力地位。另一个例子是他们给自己发放过于丰厚的薪酬和红利。他们可以谋求个人的商业利益，雇用自己人，或者是不合格的朋友等等。公司治理的责任更多关注的是这一类的问题。

为确保在所有这些方面的责任——价值创造的要求以及股东权力在其他方面的滥用——公司治理标准和实践可归结为三个主要类别。

信息的质量和获取

信息是防止权力滥用、对经营业绩实施监督的关键，参与其中的还包括金融界和媒体。一个最基本的要求是，所有的股东必须得到平等的待遇，必须具有同样的获得信息的权力。这一方面的公司治理主要包括以下特征：

- 提高透明度，帮助分析经营业绩，发现不合常规的事件；
- 保持统一的责任标准，确定标准，与其他公司进行比较；
- 披露薪酬分配原则、具体做法和数额，以及公司是否卷入诉讼案或处于其他风险之中，即使这些风险在账面上还看不出来。