SCIENCE & CULTURE
科文图书

全美最新工商管理
权威教材系列

Corporate Governance

公司治理

（第2版）

[美] 罗伯特·蒙克斯(Robert A.G.Monks)
尼尔·米诺(Nell Minow) 著

南开大学 李维安 周 建 等译

MBA

中国时代经济出版社

全美最新工商管理权威教材系列

Corporate Governance

公司治理

（第2版）

[美] 罗伯特·蒙克斯（Robert A.G.Monks）
尼尔·米诺（Nell Minow） 著

南开大学 李维安 周 建 等译

中国财政经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

公司治理/(美) 蒙克斯等著；李维安、周建等译 .—北京：中国财政经济出版社，2003.9
(全美最新工商管理权威教材系列)
书名原文：Corporate Governance
ISBN 7-5005-6788-X

Ⅰ.公… Ⅱ.①蒙…②李… Ⅲ.公司-企业管理-教材 Ⅳ.F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2003）第 088894 号

Corporate Governance, 2nd Edition, by Robert A.G. Monks, Nell Minow
Original Copyright © Robert A.G. Monks and Nell Minow 1995, 2001
This edition is published by arrangement with Blackwell Publishing, Oxford
All rights reserved.
中文简体字版版权 © 2004 科文(香港)出版有限公司
中国财政经济出版社出版
著作权合同登记图字：01-2003-4696 号

中国财政经济出版社出版
(北京市海淀区阜成路甲 28 号　邮政编码：100036)
发行处电话：88190406　财经书店电话：64033436
URL:http://www.cfeph.com.cn

北京科文剑桥图书有限公司承销
(北京市安定门外大街 208 号三利大厦四层　邮政编码：100011)
编辑热线：64248899-6215　购书热线：64203023
网上购书：www.dangdang.com(当当网)

北京交通印务实业公司印刷装订　新华书店经销
787 毫米×1092 毫米　16 开本　26.75 印张　710 千字
2004 年 1 月第一版　2004 年 1 月第一次印刷
定价：39.00 元

编委会

主任：厉以宁　赵纯均

编委：韩伯棠　荆　新　李国庆

李维安　吕一林　彭松建

沈艺峰　徐二明　王光远

俞　渝　张国华

（按姓氏拼音排序）

感谢

中国人民大学副校长　　袁卫 教授
台湾政治大学商学院院长　　林英峰 教授
纽约大学商学院副院长　　Fred Choi 教授
《财务报表分析》杂志主编、
纽约大学会计系　　Paul Brown 教授
纽约大学商学院高级经理
培训中心主任　　Michael Darling 教授
纽约大学商学院策略系　　Ari Ginsberg 教授

在选书上给予的支持

译者介绍

李维安，南开大学教授，博士生导师，管理学博士，经济学博士。现任南开大学国际商学院院长、现代管理研究所所长、南开大学公司治理研究中心主任、《南开管理评论》主编。兼任国务院学科评议组成员，国家教育部工商管理学教学指导委员会委员、天津市管理学会会长、中国发展战略研究会常务理事，享受政府特殊津贴。

李维安教授长期从事公司治理等的研究与教学工作。先后主持国家、省部级研究课题19项和多项大型企业咨询课题，在国内外已出版《公司治理》、《中国公司治理原则与国际比较》等专著、译著，在国内率先提出并组织制定了“中国公司治理原则”，引起广泛关注。研究成果分别获第十届孙冶方经济科学奖（专著）、第二届蒋一苇企业改革与发展学术基金优秀著作奖、教育部第三届优秀社科成果一等奖、天津市第八届优秀社科成果特等奖、第三届教育部“高校青年教师奖”等奖项。

周建，南开大学教授，管理学博士，工商管理博士后。已经出版《战略联盟与企业竞争力》专著，并发表学术论文数十篇。主要从事企业网络组织与战略以及公司治理的科研和教学工作。

译者序

经过一年多的努力，美国公司治理著名学者蒙克斯和米诺的著作 *Corporate Governance* 中文版《公司治理》终于摆在了我国读者面前。

2002 年，在我国有“公司治理年”的称谓，这反映出公司治理的实践探索和理论研究在我国方兴未艾的迅猛势头。大约 10 年前，公司治理这个名称对我们的读者和学者来说，都还是比较陌生的。但是在今天，正反两方面的企业经营实践表明，公司治理正在日益成为企业组织中越来越重要的创造经济活动价值的制度安排。而我国企业改革的实践也表明，已经进入公司治理的新阶段。因此，如何借鉴发达市场经济地区的公司治理理论研究成果和实践探索，就具有重要的借鉴意义。

2001 年相继以来发生美国的安然、世通等公司在财务问题上的系列丑闻，更加突出了公司治理对全球范围内的经济组织的重要作用。如何运用公司治理的结构和机制，在建立委托代理人之间激励兼容的制度安排的同时，提高企业战略决策的能力，为投资者创造价值，已经成为国际组织、国家、市场中介组织以及企业层面上公司治理原则的内核。

在工商管理的教育中，仅仅在几年前，有关公司治理问题的讨论，还只是零星地散落在一般管理学的计划和决策职能中。这种状况在国内外基本是相同的。但随着日益复杂的环境因素对企业的持续作用，公司治理的影响开始冲击传统的商学院课程体系。在工商管理教育比较发达的欧美地区的商学院中，将公司治理作为一门独立的课程开设，已成为一种趋势。而在专业学位 MBA 和 EMBA 的教育中，不仅将公司治理作为必修的课程，而且陆续出版了相关的公司治理教材。本书就是全球范围内针对 MBA 教育体系中公司治理教育的一本著名教材。

公司治理教育的情况，目前在我国已开始出现可喜的变化。最新的资料显示，国家教育部已经推荐在全国经济管理类研究生中开设专门的公司治理课程。不过，由于公司治理涉及到企业管理实践的众多环节，如何在企业管理实践过程中突出公司治理的相对独立性，实际上成为公司治理教材面临的主要问题。本书解决这种问题的方法，不仅展示了作者丰富的公司治理实践，而且揭示出公司治理教育的勃勃生机。

本书的两位作者蒙克斯和米诺，是美国著名的公司治理研究人员，在西方公司治理领域享有很高的声誉。他们研究公司治理的风格并非抽象的学院派，而是生动展示公司治理理论和实务如何有机结合的过程。阅读本书对于读者来说，可能更加宝贵的，是他们两人多年来不懈的公司治理实践，特别是董事会治理的实践。这一点可以从本书的案例中看到。

正是由于蒙克斯和米诺致力于将公司治理以一种形象生动的理论和实践有机结合的形式反

映出来，本书因而具有鲜明的可读性，语言丰富。全书娓娓到来，引人入胜，深入浅出，旁征博引，一气呵成。字里行间始终贯穿着游离于学术研究和实践报告之间的行文风格，该书被西方学者誉为公司治理的一流教材由此可见一斑。

总的来说，本书针对MBA的公司治理教育，将公司治理的阐述分成两大部分：公司治理基本结构要素分析和公司治理的实务。在公司治理基本结构分析中，蒙克斯和米诺从公司的基础概念出发，进入公司治理的股东、董事会和管理层三种结构要素，与此同时，分别将这种“三足鼎立”式的公司治理结构要素从所有权、监督以及绩效三个方面进行了功能的定位讨论。以此为基础，蒙克斯和米诺对公司治理的实务分析，主要是从具体的公司治理案例和国际治理两个方面阐释的，使得公司治理的理论和实践都出现在比较真实和生动的组织环境中。特别值得一提的是，他们对公司治理案例的分析，内容丰富，一般具有明显的历史脉络，如庖丁解牛般地反映公司治理在企业管理中的特殊地位。国际治理则是蒙克斯和米诺新增加的内容，旨在通过公司治理原则和最佳实践准则在全球范围内的应用状况，描述公司治理成为国际化研究趋势的内在动因。

本书的翻译工作由来自南开大学国际商学院和南开大学公司治理研究中心的专家学者队伍组成。翻译的分工情况为，李维安和周建（前言、目录和附录）；李维安和刘洪鹏（第一章）；李昌奕、周建、李颖（第二章）；李维安和李颖（第三章）；李维安和郝述平（第四章）；李维安和周建（第五章）；周建、石鉴、姚延波（第六章），最后由李维安和周建统稿并审校。本书在翻译过程中，还承蒙北京科文剑桥图书有限公司总编陈捷女士和责任编辑单靖华女士，中国财政经济出版社刘瑞思女士的大力支持，在此一并致谢。

限于时间和译者的翻译水平，书中可能出现的不妥之处，还望广大的读者朋友批评指正。

译者

2003年于南开大学

前　言

日本三菱公司首席执行官 Minoru Makihara

“公司治理”一词，在日本管理学界虽然完全就是一个新词汇，但却很快显示出了它的重要性。日本主要的制造和贸易公司一直在经历利润水平的某种下滑状态，投资回报率降到了二次大战后的最低水平。造成这种衰退的原因之一，可以从现有的公司管理框架——公司治理结构在应对近期变化的商业环境的无效性中发现。倍受推崇、但却经常言过其实的日本商社制度——交叉所有权、银行实施密切监控、大股东持股，其效率变得越来越低下，到现在还没有发展出一种新的结构来替代这种制度。因此，当前困扰着日本的经济衰退，就可以看成是一种“治理的衰退”。

随着世界各国政府不断降低贸易壁垒以及投资者可以购买任何一家公司的证券，因此，不管在什么地方，认识和评估公司治理制度都绝对是至关重要的。欧盟成功地就公司治理的某些内容采纳了统一的标准；其他国家和地区也在讨论构思中；在东欧，新兴的市场经济国家正竭尽全力试图重建市场制度，避免其他国家在过去几十年中所犯的错误；在美国，接管时期的过度行为引发的股东激进主义，又引发出一个新的董事会激进主义时期，其突出的表现是1992年至1993年之间令人吃惊的爆炒企业CEO的事件。股东对像Sears、美国运通、ITT以及西屋公司采取的成功行动表明，有效的、信息通达的所有者可以增加公司的价值。

这方面算得上绝对重要的例子，是德国大型工业企业戴姆勒—奔驰这样一家“皇冠宝石”级公司对公司治理的态度发生的转变。这家德国公司愿意改变它长期的会计和披露模式，以便满足公司在美国纽约证券交易所上市的条件。这说明，即使是大公司，要想进入资本市场，也要进行治理变革。这个例子同时还说明，市场反映出治理原则基本的优势，例如，纽约证券交易所和美国证券交易委员会规定的附加透明度。最近，澳大利亚股票交易所就拒绝了该国巨商鲁珀特·默多克(Rupert Murdoch)提出的上市要求，因为默多克试图通过资本市场卖掉其公司的非投票股份。这说明，公司治理涉及的问题是竞争获取资本的关键所在。

对打算从事国际经营管理事业的学生来说，无论从历史背景角度还是从当前的争论状况出发，都必须了解公司治理。这个领域需要应用法学、经济学、伦理学、政治学、管理学、金融学以及其他几个领域的知识，才能认识公司治理提出的问题，要求熟悉这些领域中的每一个

词汇、理论观点以及概念，外加综合和超越它们的意志力。鲍勃·蒙克斯（Bob Monks）和尼尔·米诺（Nell Minow）推出的这本教材，就是一种对公司治理展开的全面和深刻的分析，值得任何商界和想进入商界的人士阅读。

从我们在哈佛大学商学院上学开始算起，我认识蒙克斯并与其工作大约有50年了。鲍勃曾在日本三菱国际公司顾问团任职，那时我是公司的首席执行官。我想对鲍勃说的是，他从来不放弃怀疑，偶尔也出错，这可能是年龄逐渐变大了的原因吧。但我发现，他近年却很少出错了。在公司治理领域，他是美国、日本、英国、澳大利亚和欧洲大陆的公司治理预言家。鲍勃和他的长期伙伴米洛在公司治理领域，凭借积极的参与和出色的研究成果，已经树立起了他们的全球权威地位，声誉鹊起。我敦促商界读者对他们的工作给予高度的关注。

致　谢

首先也是最重要的，是我们想感谢我们的研究主任 Kit Bingham，没有他，这本书将仍然是一个梦想。他孜孜不倦、周密、富于创造和令人叹为观止的勤奋，确保了本书绝大多数案例研究和其他论据的完成，他甚至还承担了该研究中最为吃力的内容，真正书写了什么是研究的快乐。

我们非常感谢那些启发和指引我们的著名学者，特别是 Jonathan Charkham、Adrian Cadbury 爵士、David Walker、Robert Clark、Alfred Conard、Peter Drucker、Melvin Eiseberg、Shann Turnbull、Betty Krikorian、Jeanne Patterson、Margaret Blair、Jeffrey Sonnenfeld、Adolf Berleh 和 Gardiner Means，以及 James Willard Hurst。

我们还从我们的同事、客户和朋友那里学到了许许多多的东西，他们当中有从四面八方走在一起的机构投资者群体，这一群体携起手来，共同以受托人的身份，承担起为其信托人创造价值的责任；他们还作为股东，承担起监督公司管理层的责任。这样的群体还包括公司管理者、律师、证券监管人员、评论员和分散的股东，他们竭尽全力，以便把事情尽可能做得更好，有所区别。这些人也是我们眼中的英雄。他们当中包括 Kayla Gillan、Peter Clapman、Stephen Davis、Olean Berg、Dale Hanson、Rich Koppes、Ned Regan、Tom Pandick、Harrison J. Goldin、Carol O'Cleireacain、Patricia Lipton、Nancy Williams、Ned Johnson、Dean LeBaron、Dick Schleffer、Janice Hester - Amey、Phil Lochner、Al Sommer、Cathy Dixon、Martin Lipton、Ira Millstein、Luther Jones、Roland machold、Michael Scherer、Kurt Schacht、Beth Young、Abbot Leban、Bill Steiner、Tom Flanagan、Bill McEwen、David Greene、Alan Towers、Ann Yerger、Anne Simpson、Roger Raber 和 Alan Kahn。我们还要特别感谢我们的朋友，机构投资者理事会常务理事 Sarah A. B. Teslik，以及关系投资者理事会常务理事 Ralph Whitworth，他们为该领域在过去几年的迅速发展奠定了领先、可靠和学术的基础。我们还从下列学者那里学到了很多东西，他们是 Joe Grundfest、Bernie Black、Mark Roe、Jack Coffee、John M. Nashh、已故的全国董事学会会长 Jean Head Sisco，他们在公司治理领域的工作值得特别感谢。

我们感谢那些允许我们在本书中应用其材料的人士，这些材料为本书增添了难以估计的价值。感谢 Holly Gregory、William Allen 校长、Ira Millstein、Shann Turnbull（很抱歉在本书的第一版中没能表示感激）、Martin Lipton、Jay Lorsch、Cyrus F. Fredheim、Hugh Parker、牛津分析报告、Jeane Patterson、Aaron Brown、Joe Grundfest、Jamie Heard、Sophie L. Helias、Howard Sherman、Bruce Babock 和 Geoff Mazullo。Dave Wakelin 非常慷慨地拿出了他的时间，等待和我

们对缅因州退休系统的约会。Cathy Dixon 用他那细致、幽默和精深的专业知识指导我们分析那些棘手的证券法律问题。公司图书馆的 Beck Lawler 和 Jessica Thomas 在给予我们最新的数据方面，显示出了她们的慷慨、教养和无可挑剔的工作作风。我们令人尊敬的同事 Ric Marshall 开发了让我们可以包容和更新本书论据的网站。Manpower 公司首席执行官 Mitchekk Fromstein 不仅在提供材料上，而且在贡献出他自己的时间上，都是最慷慨的。Newton Minow 和已故的 Stanley Frankel 一直不断地馈赠给我们他们的杰作和忠告。我们对 Ben Makihara 充满溢美之词的前言深表感谢。

在此，还要必须留下特别的地方感谢那些乐意为本书的草稿提出删减意见并书写评论的人士，在此特别感谢 Margaret Blair 、 Alfred Conard 、 Wayne Marr 、 Jane Zanglein 和 Stu Gillan 。

我们感谢我们的同事，包括在机构股东服务公司、透镜公司和公司图书馆任职的每一个人。Barbara Sleasman 是我们所共事的最有敬业精神的人。我们也要感谢包括 Joanna Pyke 在内的来自 Balckwell 出版社的人士， Alexandra Lajoux 是一位杰出（和非常聪明）的编辑人员。

鲍勃·蒙克斯想说：有时我感到自己真的像 Samuel T. Colerdge 描述的那种婚礼嘉宾，随便“抓住几个人”，就大侃特侃起来，一副怡然自乐，陶醉其中的神态。在我潜心于本书和本书的主题期间，我要深深地感谢朋友们和我的家人们给予我的大度和宽容，特别是我的妻子给我的爱和理解，还有合作伙伴 Babara 和尼尔对我的支持。

尼尔·米诺想说：向我的大家庭表示感谢和衷心的热爱，包括所有米诺姓氏和 Apatoff 姓氏的家族成员，以及我的朋友们，他们是 Kathy 和 Andrew Stephen 夫妇、 Kristie Miller 、 Patty Marx、Jeff Sonnenfeld 、 Jess Norman 、 Tom Dunkel 、 Judy Viorst 、 Sarah Teslik 、 Judy Pomeranz、Cynthea Perry、Klein 和 Marlette 夫妇一家人、 Nadine Prosperi 、 Deborah Baughman 、 Jon Friedman 、 John Adams 、 Shannon Hackett 、 David Drew 、 Terry Savage 、 Bill Pedersen 、 Gary Waxman 、 Robert Klitgaard 、 Sarah Kavenaugh 、 Jane Leavy 、 Matthew Frost 、 Isabel Elliott 、 Steve Wallman 、 Sam Natapoff 、 Michael Kinsley 、 Parvané Hashemi 、 Ken Suskick 、 Ellen 和 Sandy Twaddell 夫妇、 Steve Friess 、 Jim Richter 、 Duncan Clark 、 Ellen Burka 、 Michael Deal 和 Stuart Brotman 。感谢鲍勃·蒙克斯，他简直就是一位完美的合作伙伴。我要把更多的感谢之辞给我的家人——我的孩子们 Benjiamin 和 Rachel ，以及我的丈夫 David ，他一直是我所知道的这个世上最好的人。

导　言

何谓公司治理？公司治理是指诸多利益相关者的关系，这些利益相关者决定企业的发展方向和业绩。主要的利益相关者包括：(1)股东；(2)经理层（由首席执行官领导）；(3)董事会。本书将各用一章对上述三者分别进行论述。其他的利益相关者包括雇员、顾客、供应商、债权人以及社区等，本书同样要反映出他（它）们的利益和影响。

在接下来的部分中，我们将讨论在公司治理中的这些直接利益相关者的权利、责任和影响。在决定公司发展方向、战略和业绩方面，不同的公司利益相关者能够扮演何种角色、现实中的表现、应该发挥的作用，我们将在本书中对此做出详细的探究。为了理解这些利益相关者，我们必须首先理解公司：公司存在的意义？谁来决定公司的发展方向？在衡量我们已经取得的进步和将要获得的进展之前，我们必须明白我们的目标所在。

因此，在本书的开始，我们将对企业组织的理论、起源、现状和未来做一研究。首先提供三个简单的案例，阐述一些对投资者、员工、经营者而言最为重要的问题。在此过程中，需要牢记“在做某一决策时谁处于最有利的地位？这个人或者群体有权力做出这一决策吗？”这一部分以及全书的每一个相关案例都侧重于公司其他利益相关者对企业管理者所做决策的挑战。在你阅读这些案例的时候，扪心自问，管理者是否就企业利用其资源进行商业活动做出了正确的决策，法庭是否就法律允许的范围做出了正确的决定。因为许多案例没有明确的答案，本书最后的篇幅——较长的案例研究所提出的问题也没有明确答案，因此，请对管理者制定决策所受挑战的实质和过程做深入思考。换句话说，不仅要从未来商业竞争性和重要性的视角出发考虑这一决策是否正确，而且要考虑识别和衡量可供选择方案的过程是否是获得正确答案的最佳途径。

相关案例：芝加哥小熊队可以在夜里比赛吗？

首席执行官可以决定放弃增加收入的机会吗？1968年，里格利公司的一些股东起诉公司及其董事，因为后者没有在芝加哥里格利球场安装照明灯。股东们声称，公司持续4年的经营亏损是由于忽视机会和不当管理造成的。如果球场安装了照明灯，小熊队就能够在夜里比赛，那么来自于门票、特许经营、广播和电视转播的收入就会达到最高。股东们指责，没有安装照明灯的惟一原因是公司董事长威廉·里格利（William Wrigley）的个人选择，后者认为棒球是一项白天运动，夜赛会对周围社区造成恶劣影响。“因此”，抱怨者们得出结论：“里格利和同意这一决策的董事们在以独断专横和反复无常的方式破坏小熊队收入的增加，导致企业资产的浪费。在管理企业事务时，他们没有实现理性

的小心和审慎。”[1]

法庭判决股东败诉。在做出这一决定时，法庭声明到：“没有一丝的欺诈、违法或者利益冲突，并且如果没有证据表明这对企业经营造成了破坏，那么这样的决策和管理是在董事判断力范围之内的商业决策”（加以强调）。

你赞同这一结果吗？一家公众公司（资本来自社会大众的公司）的管理者能够基于首席执行官对于公司产品的个人判断而放弃对股东的更多回报吗？棒球队是否应该进行夜赛和对周围社区的影响之间有何相关性？更为重要的是，在决定上述相关性时，谁处于最有利的地位？如果你知道除此以外的其他主要联赛都进行夜赛，这是否会影响到你对此问题的意见？如果你知道在这一案例的时点，里格利先生拥有80%的公司股票，这是否会影响到你的答案？如果这的确改变了你对此问题的看法，那是怎么回事？为什么？

相关案例：美国电话电报公司(AT&T)的所有者应该为宣传付费吗？

企业有权利进行免费宣传吗？马萨诸塞州法律禁止企业支出费用来影响“提交给表决人的任何问题的”表决，“除非这一表决极大地影响了企业的所有权、业务或者资产”。这项法令清楚地表明这种禁止规定涵盖所有税务问题，甚至包括那些的确“极大地影响了”公司的问题。这项法令的颁布是违背宪法的，因为它违背了第一修正法中规定的企业进行宣传的自由[2]。联邦最高法庭的两位法官在处理相似案件时做出了相反的裁决。

威廉·布伦南(William Brennan)法官不希望企业管理者使用股东的钱来兜售他们的主意：“马萨诸塞州显然乐于阻止公众性公司乱花投资人的钱，这些股东并不希望参与议院的政治表决。A接受信息的权利并不意味着要求马萨诸塞州允许B私自挪用C的钱，使得B能够进行宣传和沟通。”[3]

安东·斯卡利亚(Anton Scalia)法官认为，企业进行市场宣传很值得，并且他觉得进行市场宣传需要花费公司资金进而影响消费者购买的想法不足为虑：“美国电话电报公司或者通用汽车公司的宣传只有达到打动人们的程度才会有效果——尽管这些宣传想法总是自私或者可能是令人不快的来源。”[4]

你对这一结果满意吗？你认为这一法令的基本原理何在？在股东和管理者的观念发生冲突的时候，公众公司的管理者可以使用股东的钱表述其自身想法（甚至他们的政治观点）吗？一家企业是依法创立的实体，具有某些与自然人相同的权力——但这是否包括宪法所赋予自然人的所有的言论自由权力呢？

相关案例：婴儿饮用掺假饮料，谁应受到惩罚？

你如何惩罚一家企业？Beech-Nut公司的董事长和副董事长承认他们有意允许将掺假的苹果汁作为婴儿饮料出售。当然，饮用这些果汁的婴儿是不可能知道这些果汁是真的还是假的，即便他们知道也没有办法说出来。这家公司被判触犯《联邦食品和药物法》，共计215条罪状，支付罚金200万美元。《纽约时报》披露，该公司的市场份额下降了15个百分点。董事长和副董事长没有被解聘。相反，公司支付了他们所有的法律费用和薪水直到他们的案件了结。公司中没有任何一个人被判刑或者由私人支付一分钱的罚款。站在证人席上的一位经理解释了当初他决定继续进行掺假行为的理由：“我应该怎样去做呢？难道要关掉工厂不成？”

这样的结果正确吗？如果参与其中的人换成了街头小贩或者杂货店老板，失去了企业组织的保护，最后的结果还会是这样的吗？股东们除了要承受市场份额的丧失，还要出钱支付罚款，这样公平吗？管理者们本应如何去做？一旦管理者发现苹果汁是掺假的，应该关闭工厂吗？雇员应该遵循哪种报告结构、激励结构或者方针体系，才最有可能实现最佳结果？

这三个案例有一个共同的主题，实际上公司治理的所有问题都围绕这个主题，这就是代理成本问题。我们从公司这种组织结构中获得收益的代价就是失去对公司的控制。投资者失去对其资产使用权的控制。经理们对长期负债的来源失去控制。公司中的其他利益相关者——雇员、债权人等等——也失去某种形式的控制。董事会负有监管职责。他们要恰到好处地进行监控，使不同利益相关者保持一定的控制权并使得在此过程中的成本和收益相对等，并且在利益相关者之间进行权力配置时要确保平衡。

在本书中，我们将把重点放在公司中的三类利益相关者上面：股东、经理和董事。这些群体一起决定了公司的重心、发展方向、生产率和竞争力，最终决定了它的生存能力和合理性。但首先我们将从探索企业自身的本质开始。

关于公司的理念

集中于企业群体的经济力量代表了对其自身而言的私人统治力量——管辖他人的财物和他人的生活。

——富兰克林·罗斯福

某种观念认为大型企业不过是任市场摆布的傀儡、消费者面前软弱的仆人，但实际上，企业提供的服务所折射出的力量是永恒的。

——约翰·肯尼斯·加尔布雷斯

商人们根本不会受到国家地域的限制，他们逐利漂流，唯利是图。

——托马斯·杰菲逊

通过进行一般的商业决策，（企业）经理们现在比古代君主拥有更大的权限决定如下事情，包括：人们将居住在哪里；如果可以，他们将从事的工作；人们的衣食；接受什么样的知识以及进入何种学校；人们的下一代将所处的社会类型等。

——理查德·J·马克特和罗纳德·米勒

企业，尤其是那些我们不得不与之打交道的大型企业，现在似乎拥有某种联邦政府才具有的权力，也许包括令人担忧的能力，使得它们的成员能够不承担其行为所带来的后果。

——保罗·埃迪，伊莱恩·波特和布鲁斯·佩奇

注 释

① 施伦斯基（Shlensky）诉里格利(Wrigley)案，95Ill，附录，2d 173，237（1968年）。
② 波士顿第一国家银行（First National Bank of Boston）诉贝洛蒂(Bellotti)案，435 US 765（1978年）。
③ 奥斯汀，密歇根国务部长等诉密歇根州商会案，布伦南法官，相同判决，7页。
④ 同上，斯卡利亚法官的不同意见，5页。



叶银华　李存修　柯承恩 著
肖立见　周　晖 审订

Corporate Governance
公司治理与评级系统
and Rating System

本书是台湾省公司治理评级研究方面的最新成果，是国内出版的第一本关于公司治理评级系统的专著，对大陆公司治理的研究与实践很有借鉴作用。 本书以公司治理评级为主，集公司治理理论与公司治理评级为一体。其框架结构由理论概述、评分系统与个案分析、台湾省的公司治理评级系统三部分组成，形成了完善的公司治理基础理论与公司治理评价的体系。理论概述有利于读者系统掌握公司治理的功能、公司治理原则与架构等；里昂证券和标准普尔的公司治理评分系统和台湾省的公司治理评级系统提供了权威而实用的借鉴。 因此，该书的问世从公司研究的角度而言，将丰富公司治理研究的成果；从有关部门对上市公司的管制以及政策制定来看，有利于证券监管部门掌握台湾省公司治理的状况，为合理的证券监管政策的制定提供依据；从投资者的角度来讲，有利于投资者正确决策；从上市公司本身来讲，有利于上市公司了解公司治理的构架、公司治理的原则、良好公司治理状况的标志以及公司治理的发展未来，有利于提高公司治理的质量。

叶银华 辅仁大学金融所与贸金系教授、管理学院学程中心总召集人，台湾大学财务金融系兼任教授，台湾省公司治理协会监事、准则委员会副主任委员 **李存修** 台湾大学财务金融学系教授，日本一桥大学经济制度研究中心访问学者，台湾省财政部证券暨期货管理委员会顾问，台湾省证券暨期货市场发展基金会董事，台湾省期货交易所股份有限公司董事，台湾省行政院金融改革委员会资本市场工作小组成员，台湾省公司治理协会准则委员会副主任委员，台湾省财务金融学会常务理事，台湾省投信投顾公会共同基金绩效评比人之一 **柯承恩** 台湾大学管理学院院长，台湾省行政院金融改革专案小组委员，台湾省行政院金融重建基金委员，台湾省财政部证期会顾问，台湾省证券交易所监事，台湾省证券柜台买卖中心董事，台湾省公司治理协会副理事长、准则委员会主任委员

里昂证券评分系统 **评分原则**：管理纪律、透明度、独立性、问责性、责任、公平性与社会责任认知 **台湾省上市公司评分结果**：须加强问责性、责任与公平性 **标准普尔公司评分系统** **评分构面**：所有权结构与投资者关系、财务相关利益者、财务透明度与信息披露、董事会结构与运作程序等5个构面；98个评级重点项目 **台湾省上市公司评分结果**：须加强所有权结构、董事会结构与运作程序的披露及强化功能 **本书提出的台湾省公司治理评级系统** **评级构面**：董（监）事会组成、股权结构、管理形态、超关联交易及大股东介入股市等5个构面；17项量化指标 **台湾省上市公司评分结果**：须加强董（监）事会的独立性、降低股权结构复杂度、引入制衡机制、降低关联交易与大股东介入股市程度

目　录

译者介绍
译者序
前言
致谢

导言……（ i ）
第 1 章　什么是公司？
定义……（ 1 ）
公司结构的演化……（ 2 ）
公司的目的……（ 6 ）
人类需要的满足……（ 6 ）
社会组织……（ 7 ）
效率和效力……（ 7 ）
普遍性和灵活性……（ 8 ）
身份……（ 8 ）
公司的“人格”……（ 8 ）
作为一个“道德人”的公司……（ 9 ）
社会中的公司……（ 11 ）
市场……（ 12 ）
未来发展方向……（ 12 ）
公司权力与公司业绩……（ 13 ）
公司犯罪：“在法律的限度内”……（ 17 ）
公司的缓刑……（ 18 ）
公司和政府：共同决定市场……（ 22 ）
衡量业绩……（ 25 ）
平衡利益……（ 27 ）
好公司和坏公司？……（ 30 ）
均衡：Cadbury 范例……（ 33 ）

测度价值增加 ……（34）
通用会计准则（GAAP） ……（35）
市场价值……（39）
每股收益 ……（40）
EVA：经济附加值……（41）
人力资本：“不是你所拥有的，却是你知道的”……（42）
知识资本 ……（42）
现金的价值 ……（42）
公司的“外部性” ……（46）
公司管理中的非经济考虑 ……（56）
第2章 股东：所有权
定义 ……（65）
所有权的早期概念 ……（66）
公司的早期概念 ……（67）
双重遗产：个人的权利和公司的权利 ……（68）
公司的重新创造：20世纪90年代的东欧 ……（69）
美国公司的演进 ……（70）
公司组织的核心要素 ……（73）
所有权和控制权的分离，第一部分：伯利和米恩斯 ……（76）
分散的所有权……（79）
所有权和控制权的分离，第二部分：接管时代 ……（82）
唤醒沉睡的巨人……（84）
参与的框架……（88）
所有权和责任……（88）
没有不可能获罪的股东 ……（88）
卖还是不卖：囚徒困境 ……（90）
机构投资者都是谁？……（91）
银行信托 ……（92）
共同基金 ……（93）
保险公司 ……（93）
大学和基金 ……（94）
养老金计划 ……（95）
世界上最大的资金库……（95）
作为投资者的养老金计划 ……（100）
作为所有者的养老金计划 ……（101）
公共养老基金……（102）

经济目标型投资 …… (106)
联邦雇员退休系统 …… (107)
TIAA – CREF …… (109)
私人养老基金 …… (110)
沉睡的巨人苏醒：治理问题中的股东代理议案 …… (114)
聚焦董事会 …… (119)
证券交易委员会对代理制度的改革 …… (119)
投资行动主义 …… (122)
新模式和新范式 …… (123)
“理想的所有者” …… (128)
养老基金作为“理想的所有者” …… (130)
“理想的所有者”足够了吗? …… (131)
第 3 章 董事：监督
英美董事会简史 …… (142)
当代典型的董事会 …… (142)
规模 …… (143)
内部 / 外部组合 …… (143)
多样性 …… (143)
开会频率 …… (143)
所有权 …… (144)
董事会的职责：法律框架 …… (145)
董事会与管理层的关系 …… (147)
信息流 …… (148)
首席执行官——董事长 …… (151)
第 22 条军规（ Catch 22 ）：前首席执行官担任董事 …… (153)
董事的提名 …… (155)
董事的薪酬 …… (161)
相互关联 …… (163)
时间与金钱 …… (163)
危机中董事所扮演的角色 …… (165)
“独立”的外部董事 …… (166)
董事的选举 …… (170)
交错性董事会 …… (171)
秘密投票 …… (171)
接管时代对董事会角色的影响 …… (172)
受托标准与特拉华州因素 …… (173)

董事会如何应对 …… (175)
绿票讹诈 …… (175)
“毒丸”防御 …… (175)
其他反接管措施 …… (177)
未来发展的建议 …… (178)
提高董事报酬 …… (179)
加强独立董事的权力 …… (179)
“独立董事市场” …… (181)
“指派董事” …… (182)
“只投反对票” …… (182)
审计委员会 …… (183)
董事会评估 …… (183)
经理例会 …… (183)
继任计划和战略计划 …… (184)
利普顿/洛施的“适度建议” …… (184)
使董事真正“独立” …… (185)
股东介入 …… (185)
第 4 章 公司管理层：绩效
引言 …… (191)
我们需要什么样的首席执行官? …… (192)
“恐龙” …… (193)
经理报酬 …… (197)
股票期权制 …… (200)
限制性股票 …… (202)
股东关注的几种报酬分配方式 …… (202)
“保证红利”——根本是矛盾的语言 …… (202)
捆绑式提案 …… (202)
故意装傻 …… (202)
圣诞树 …… (203)
只升不降的报酬计划 …… (203)
假意削减 …… (203)
未来的方向 …… (203)
首席执行官的任职合同 …… (204)
总数攀升 …… (205)
依据 …… (205)
变更控股权 …… (206)

先付一半，余款后达 …… (206)
雇员：报酬与所有权 …… (206)
员工持股计划 …… (210)
Mondragón 与对称：员工、所有者和管理者的集合 …… (212)
结束语 …… (217)
第 5 章 国际治理
公司治理走向全球 …… (221)
公司的辉煌 …… (221)
全球公司 …… (221)
全球投资者 …… (222)
对资本的需求 …… (222)
准则的辉煌 …… (223)
通用准则 …… (224)
投资者的立场 …… (224)
亚洲金融危机、世界银行和新兴市场的治理 …… (229)
世界银行和西方七国 G7 的反应 …… (230)
全球公司治理论坛 …… (232)
发达国家 …… (234)
日本 …… (234)
日本的公司治理：牛津分析报告 …… (235)
日本的公司治理论坛 …… (241)
德国 …… (243)
德国的公司治理：牛津分析报告 …… (243)
变化的迹象 …… (249)
德国的公司治理准则 …… (249)
地震 …… (251)
未来更美好？ …… (254)
法国 …… (256)
法国公司的所有权 …… (256)
管理层和董事会：非国有企业 …… (257)
威隆（ Viénot ）第 1 卷和第 2 卷 …… (258)
趋同吗？ …… (261)
第 6 章 案例研究：处于危机之中的公司
通用汽车（ GM ） …… (263)
通用汽车与皮埃尔·杜邦 …… (263)
通用汽车：出什么错了？ …… (266)

通用汽车和皮诺特 …… (285)
皮诺特之后的通用公司：史密斯和斯特普尔 …… (290)
通用汽车公司：后记 …… (296)
美国运通信用卡 …… (301)
时代华纳 …… (312)
西尔斯·瑞布克公司（ Sears, Roebucks & Company ） …… (322)
多角化战略：零售业的宿命 …… (322)
西尔斯公司：后续报道 …… (331)
阿曼德·哈默和西方石油公司 …… (332)
宝丽来公司（ Polaroid ） …… (335)
宝丽来的 ESOP：特拉华州参与裁决 …… (337)
CHH 百货公司（ CARTER 荷利 HALE ） …… (344)
敌意收购 …… (345)
重组以后 …… (351)
伊士曼·柯达公司（ Eastman Kodak ） …… (353)
韦斯特管理公司（ Waste Management Corp ） …… (356)
黄金变垃圾 …… (358)
透镜公司（ Lens ）和索罗斯（ Soros ）…… (359)
索罗斯的影响 …… (362)
重组 …… (363)
哪里出了错？ …… (371)
问题是怎样解决的？ …… (372)
韦斯特管理公司：后话 …… (373)
SW 公司（ Stone & Webster ） …… (375)
SW 公司：建造美国的公司 …… (375)
明镜集团（ Mirror Group ） …… (386)
英国的股东行动主义 …… (386)
附录：发展中国家和新兴市场公司治理指引和最佳实践准则概述 …… (390)
概述 …… (391)
公司目标 …… (391)
董事会的责任和岗位描述 …… (392)
董事会的构成 …… (393)
董事会委员会 …… (395)
披露问题 …… (396)
总结 …… (396)
主题词 …… (397)

相关案例

◆ 芝加哥小熊队可以在夜里比赛吗?……(ⅰ)
◆ 美国电话电报公司(AT&T)的所有者应该为宣传付费吗?……(ⅱ)
◆ 婴儿饮用掺假饮料,谁应受到惩罚?……(ⅱ)
◆ 帝国化学工业上市公司 ……(10)
◆ 公司犯罪的某些实例 ……(14)
◆ 一位英国人对公司犯罪的再定义 ……(15)
◆ 克莱斯勒汽车公司 ……(22)
◆ 英国的公司政治捐赠 ……(23)
◆ “特拉华州的难题” ……(25)
◆ 会计危机的年头 ……(26)
◆ 保护,宾夕法尼亚模式 ……(29)
◆ “好的”,“坏的”,真的 ……(30)
◆ 强生公司(Johnson & Johnson) ……(34)
◆ 西尔斯汽车 ……(37)
◆ 绿树公司的财务 ……(37)
◆ FASB 对股票期权的处理 ……(37)
◆ 主题公园大战 ……(39)
◆ 戴姆勒—奔驰和纽约证券交易市场 ……(45)
◆ Prototype 上市公司 ……(47)
◆ 价格垄断 ……(57)
◆ 标准石油和大企业的涌现 ……(71)
◆ 合伙企业与公司制企业的对比 ……(74)
◆ 汽车工业中的自愿限制协议 ……(75)
◆ 自相矛盾的所有者 ……(77)
◆ 朱尼尔(Junior)在布斯贝港的投资 ……(80)
◆ 一股一票 ……(85)
◆ R.P. 斯切尔和花旗银行 ……(92)
◆ 罗维·普莱斯投资公司和德州石油公司 ……(93)

◆ 相互牵制的董事们 …… (94)
◆ 罗斯基金叫板麦克瑟姆公司 …… (94)
◆ 缅因州的退休养老系统 …… (97)
◆ 公共基金行动主义 …… (105)
◆ 坎贝尔·索普(Campbell Soup)公司,通用汽车公司(GM) …… (112)
◆ "通用装饰器械公司"(Universal Widget) …… (113)
◆ Honeywell 公司和 Furr 饭店 …… (116)
◆ SWIB 和蜂星公司(Celltar) …… (120)
◆ 联合金融公司 …… (121)
◆ 从杜邦到关系投资 …… (123)
◆ A&P、派拉蒙公司和凯马特公司 …… (129)
◆ RJR 纳比斯科公司(RJR Nabisco)、得克萨斯实业公司(Lone Star)和坦布兰兹公司(Tambrands) …… (148)
◆ 董事的离职 …… (155)
◆ 董事向董事会提出更多的要求 …… (156)
◆ 伊马普公司(Emap)两个董事的离职 …… (158)
◆ 西尔斯公司(Sears) …… (168)
◆ 康柏计算机公司(Compaq Computers) …… (169)
◆ 超联盟公司(Trans Union) …… (173)
◆ 乌诺考尔公司和雷弗朗公司 …… (174)
◆ 康柏和所罗门公司(Salmon Inc.) …… (185)
◆ 美国电报电话公司和 NCR 公司 …… (193)
◆ Exxon、AT&T 和通用电气 …… (195)
◆ Borden 公司 …… (201)
◆ 联合航空公司和员工所有权 …… (211)
◆ 工作岗位的临时员工 …… (211)
◆ Mondragón 和"合作型企业家精神"或"非竞争的合作" …… (212)
◆ 新兴市场的制度改革 …… (230)
◆ 印度的公司治理 …… (233)
◆ Ripplewood 控股公司 …… (239)
◆ 日本的公司治理改革 …… (241)
◆ 对德国公司治理准则的评述 …… (250)
◆ 冶金公司(Metallgesellschaft)和 Holzmann 公司 …… (251)
◆ 戴姆勒 - 克莱斯勒和全球化的危险 …… (254)
◆ SAP 公司笨拙的期权 …… (256)
◆ Rhône Poulenc …… (259)
◆ Eramet 公司 …… (260)

第 1 章

什么是公司？

对公司的定义反映了定义者自身的观点（也包括偏差）。任何试图下定义的人就像是盲人摸象一般——摸到尾巴的人形容大象像条蛇，摸到象腿的人说大象像棵大树，摸到大象身体的人说它像堵墙。与此相类似，一些律师和经济学家将企业定义为简单的“契约组合”，他们认为公司只不过是导致其产生的所有这些契约的总和[①]。下面是其他人所给出的公司的定义：

定义

“商业性公司是一种工具，用以聚集资本、进行产品和服务的生产与分配以及进行投资等活动。相应的，公司法的一个基本前提是商业性公司进行上述活动应有其自身的目标，即提高公司的盈利，增加公司所有者即股东的收益。”

——梅尔文·阿伦·艾森伯格[②]

“公司是一种虚拟存在，看不见，摸不着，只是存在于法律领域中。作为纯粹的法律产物，它只具有契约赋予它的那些属性，这些属性或者非常清楚地显现出来，或者只是偶然表露。公司的目标会受到许多行为的影响。最为严重的是违背道德的行为，如果可以的话，也可以称作追求个人利益。许多人持续表现出的行为或现象可视作同一属性，就像一个人做出来的那样一致。”

——首席法官约翰·马歇尔

“公司是由一些人组成并被赋予法律许可，作为一个独立实体而存在的，它拥有自身的权益、权力和义务，与公司成员的权益、权力和义务截然不同。”

——美国遗产继承法

“公司是一种法人或者法律实体，其产生由各州的法律负责并受其规制……公司与其组成人员是截然不同的。”

——《布莱克法学字典》（第六版，1990）

“当他们（组成公司的这些个人）因公司而联系并结为一体，他们和他们的后继者在法律

上可视为一个人……从公司建立到现在所有的个体成员，或者是未来将要进入的成员，在法律上都只是一个人——一个永远不会灭亡的人：这就像尽管泰晤士河的每一个支流都在时刻变化，但它始终是同一条河流一样。”

——布莱克斯通

“一个设计精巧的仪器，用以获取个人收益而无须承担个人责任。”

——安布罗斯·比尔斯，《魔鬼字典》

（从这些定义中你知道了公司究竟为何物了吗？这些定义有相互冲突之处吗？或者只是强调的重点不同而已？你能给出一个更好的定义吗？）

所有的这些定义都有可圈可点之处，包括《魔鬼字典》给出的那个定义，它反映了公司的一个关键特征——从不同的群体中获取资源的能力，同时却能建立并保持自身的独立性。就像亨利·福特曾说过的那样：“一个大型企业规模庞大，的的确确不可以依赖某个人而要保持独立性。”

在我们看来，公司是这样一种机制，它允许不同的群体贡献资本、专业技能、劳力等，实现他们整体的收益最大化。投资者可以有机会参与企业利润的分配而无需承担企业运行的责任。管理者有机会运营企业而无需提供资金。为了使上述两种情况可行，股东只能负有有限的责任，并且所能参与的企业事务是有限的，这些事务包括(至少是理论上的)：选聘董事的权力、规定董事和管理层作为受托人的责任以保护股东自身的利益。

公司这一独立的实体也必须与相当广泛的“利益相关者”紧密相关，包括其董事、管理者、雇员、股东、顾客、债权人、供应商以及社区成员和政府等。这些关系中的每一个都有不同的构成方式。例如，公司与其雇员的关系取决于如下条件：雇员是否是工会的成员，雇员是否是养老基金的投保者等。这些关系中的每一个都影响着公司的发展方向和重点。公司治理正是研究如何处理企业的这些关系。

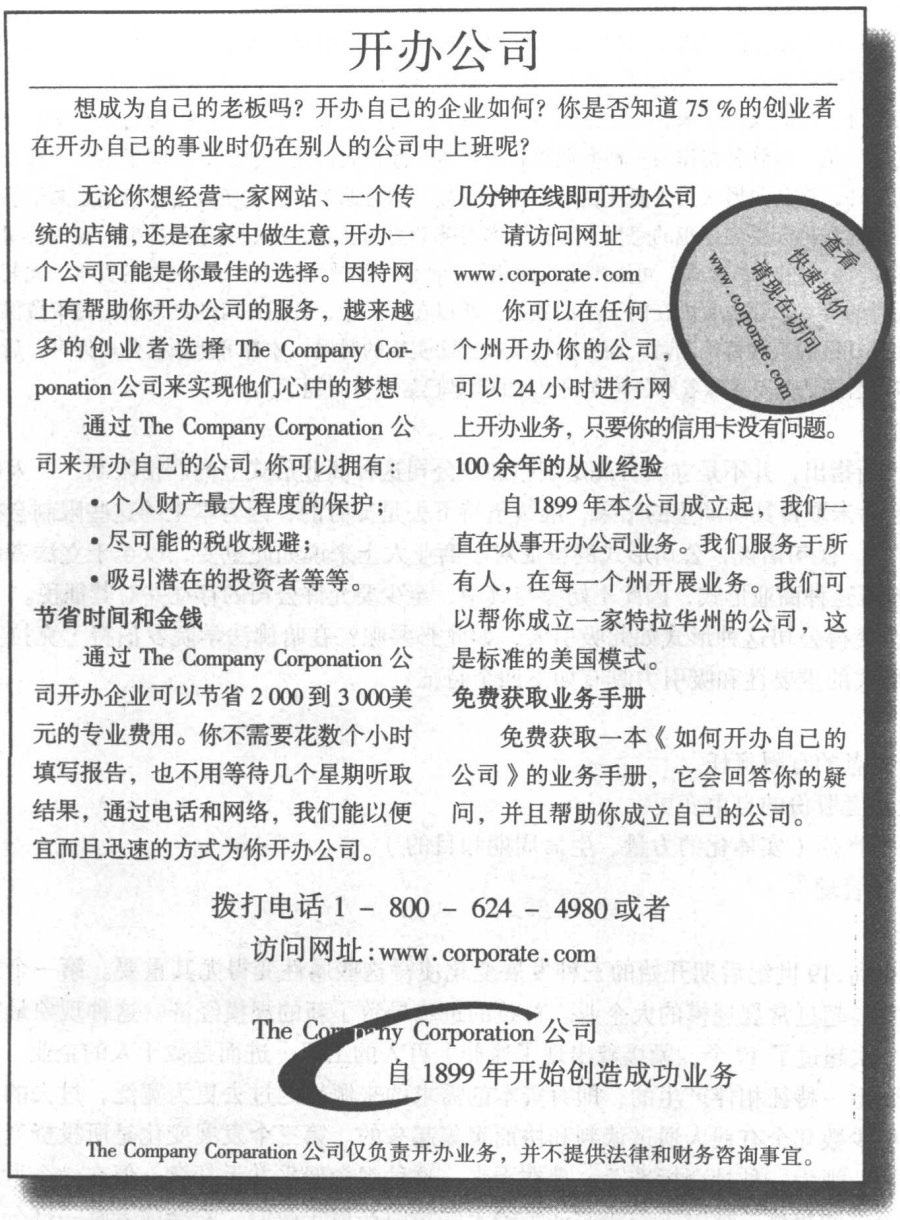
公司结构的演化

在法律上，出于某些目的的考虑，公司被视为一种虚拟化的“个人”，每一个公司的内核实际上都是一种结构。公司组织的产生是为了实现某些特殊的需要，这些需要在以前的商业形式中无法实现。它的演化经历了一个达尔文式的进化过程，每一个发展变化都使它更为强大，更具灵活性，更难被外界所控制。

当我们仔细研究其演化过程，可以清楚地看到公司形式所经历的每一次变革都是沿着使公司自身永续和增长的方向前进的。我们对公司这一商业形式的优缺点的探讨将贯穿本书始终。

在早期的盎格鲁·撒克逊式的形式中，地方性的或者教育性质的企业被授权永续存在，并对自身运营实施控制，这是为了确保其独立性，防止受到王权的干涉。到了17世纪，英国出于特殊目的允许公司形式的产生，类似于政治中的印度和北美殖民地一样。人们认为公司的产生是欧洲处于全球霸主地位长达数百年的重要原因之一。相对股东实际投资数额的有限责任制

图 1 - 1　The Company Corporation 公司广告



度是一个非常重要的因素，可以为不确定性的产出结果吸收到必需的资金[③]。

在距离现在较近的 1932 年，美国最高法庭路易斯·布兰代斯法官认为：“公司这种商业形式运营的权利，或者被政府鼓励，或者受到抑制，这取决于政府认为其是否合适。”[④]他强调，认识到下面这一点非常重要，政府只有在公司与公共政策和福利相一致的情况下才会授予公司运营的权利，例如“作为增加财政收入的途径；或者为了使社区拥有公众服务机构，像银行，或者某种其他方式下无法获得的产业；或者……一种商业手段可以更为有效地建立和运行新兴、

大型的企业服务于公共利益。”[5]他曾这样写道：

> 美国公司的盛行使得这一代的人们时常觉得在企业中做事情是城市生活中与生俱来的，这也使得人们接受了自由地、毫无限制地使用公司机制所带来的罪恶，仿佛这些罪恶是城市生活不可避免的代价，因此人们生来就对此见怪不怪。在我们历史的大部分时期，一种与之不同的观点曾占据主导地位。尽管公司作为一种商业模式的价值已经被人们充分认识，但除了宗教、教育和慈善目的以外，将公司形式用于商业目的长期以来被人们普遍否定。之所以会被否定是源于恐惧，对个人责任和机会受到侵犯的恐惧。害怕资本对劳动力的征服，担心垄断的产生，害怕公司吸收的资本以及公司的永续生命，可能带来与此相似的永续罪恶[6]。人们觉得大规模的资本，尤其是公司所拥有的资本，存在着内在的天生的威胁。所以在一开始，公司许可的颁发相当的审慎保守；为了实现社区的某种特殊利益，而在其他方式无法实现的时候，才有可能颁发公司许可。后来制定的普通公司法并不意味着对公司支配地位的理解已经没有问题了[7]。

布兰代斯指出，并不是立法者决定剔除加在公司这种商业形式上的严格限制，“人们确信坚持这些限制并未取得其所期望的结果，继续坚持下去是徒劳的；因为本土的这些限制会被国外公司躲避开”[8]。换句话说，公司形式的特征对于商业人士来说如此重要，以至于立法者认识到他们不可能打压这种商业形式，因此不妨参与其中，至少要允许公司的存在并对其征税。

是什么使得公司这种形式如此吸引人，如此必要呢？在哈佛法学院罗伯特·克拉克主任看来，公司形式的重要性和吸引力具有如下四个特征：

1. 投资者的有限责任。
2. 投资者股份的自由变更。
3. 法人性质（实体化的力量、生命周期和目的）。
4. 集权管理[9]。

他补充到，19世纪后期开始的三种发展变化使得这些属性变得尤其重要。第一个发展变化是越来越需要超过常规规模的大企业。科技的进步导致了新的规模经济。这种现象最初是商号里人数第一次超过了12个，紧接着出现了雇佣上百人的工厂，进而是数千人的企业。第二个发展变化是与上一特征相伴产生的，即对资本的需求的来源较之过去更为宽泛，过去的公司资本只是城市中少数几个有钱人通过谈判和协商聚集起来的。第三个发展变化是所投资产的私有产权不得不被“视为一种社会标准”。现在看来，这种观念似乎并无新意，但在一个世纪以前，这是相当激进的想法，那时人们普遍认为绝大多数财产属于政府、教会或者某一部分特定的富人。这种传统观念不时受到挑战，例如，在美国历史上的殖民时期和大革命时期，现在普遍的私有财产观念已经相当深入人心了。

下面让我们看看克拉克所说的四个特征：

1. **有限责任**。有限责任的概念至少可以追溯到公元前2000年，那时商人们为航海船队提供资助，但直到15世纪英国法庭才第一次对有限责任给予详细界定。有限责任意味着公司与

其所有者和雇员相互分离；公司所拥有的并不等同于构成公司的个人所拥有的。因此，如果一家公司破产或者被债权人起诉索债时，公司的个体成员并不承担个人责任。美国最高法庭在1886年的圣克拉拉郡诉南太平洋铁路案例中，再次对此作出界定，规定公司应该被视为具有独立的人格。

如果少数几个人聚积资金建立一个合伙企业，他们不仅会面临失去出资额的风险，还有可能失去个人的全部财产。经营饭店的合伙人对债权人和雇员的偿付负有连带责任，对于从饭店楼梯上滑倒并提出起诉的顾客要负有连带责任，对于合伙人的不当行为要负有连带责任，甚至对那些他们无从知晓或者无法控制的事情负有连带责任。成立一家公司来运营饭店就不会面临这样的风险。如果 Beech-Nut（见导言中的相关案例）公司是一家合伙制企业，那么所有的合伙人将要对罚款负有连带赔偿责任，当然也要支付法庭判给购买掺假饮料消费者的赔偿。

当合伙人数目足够少时，这种连带责任制度可以有效发挥作用，促使每一个人都去监督其他人并且参与所有的决策活动；并且当每一个合伙人的私人投资数额足够大的时候，每一个人都有足够的动力去寻求低风险和高回报[10]。但是当一家企业的合伙人从有限的几个变成上百万时，这种监督行为及其动力就会消失。当面临无限风险时，没有人会愿意购买一家大型公司的股票。投资股票的一个最主要原因，就是无论发生什么情况，可以肯定的是投资者面临的风险只以他的出资额为限。

但是，这样产生了一个问题：有限责任伴随着有限权力。一个合伙人与所有其他合伙人一样有平等的权利运营企业（除非契约中另有规定）。正是合伙人严密的控制使得高度的责任变得可以接受。同样，股东们面临的低风险也使得宽松的控制变得可行。

关于有限责任还有一点需要提及。在 20 世纪 80 年代，有限责任的另一种形式开始盛行，这是《破产法》修订的结果，股东拥有了从失败的企业中再次获得盈利的机会。航空公司能够避免兼并协议，而石棉企业可以规避民事侵权行为责任。最为突出的是，德士古公司通过谈判，在被 Pennzoil 公司的兼并中降低了不利评估对自身的损失。即使对拥有足够多的资产的公司而言，宣布破产亦可称为明智之举，因为可以带来相应的保护，当然还有额外喘息的时间。最终，许多这样的公司从破产状态中脱离出来，对负债进行更有效的重组，股东们本来就有限的责任得到了进一步的降低，获得了再次获利的机会。

2. **股份的可转让性**。同有限责任所起的作用一样，股权的可转让性使得股东面临的风险变得可以接受。合伙人的利益是复杂并且难以衡量的，也没有股票交易所能够提供的合伙人利益的交换活动。与此相对比的是，股票却可以像现金一样自由流动。一名股东如果认为股票价值会下跌，他几乎可以立即卖掉手中的股票。

股份的可转让性也是有限权力的一个方面。正如一位股东所言：“我将自己的钱财置于风险之中，几乎没有权力控制整个企业，我所能控制的风险只是在我想要的时候，卖掉手中的股票。”

3. **法人性质**。合伙制企业随合伙人同生共死。或者当某一位合伙人决定退出时，合伙企业也就消亡了（除非契约中有明确的相反规定）。合伙人去世或者退出之后，想要继续企业的

运营是非常复杂而且代价昂贵的；而一家公司只要还有资本就可以永续运营下去。这也是最近才发生的变化。美国19世纪的商业公司通常都有经营的年限。正如布兰代斯法官在利格特对李一案中写道，直至最近人们才认识到永续经营是公司的必要属性，也是最为渴望的。

法人性质还有其他的益处。导言中的Beech-Nut案例就阐述了这样一个益处，本应对个人带来惩罚，甚至是宣判入狱的事情，当个人把责任推到公司身上时，对个人的惩罚也就烟消云散了。另一个例子是导言中的第一修正法案例中提及的，公司管理者能够违背股东意愿，使用股东的钱宣传政治观点。再一个收益就是所有权。因为公司被界定为法人，因此，它们可以拥有自己的财产，包括房地产、版权和其他资产等。

这一方面也取决于股东的有限权力。当投资者的确拥有某种程度的权力却又无法使用时，他们会对公司产生危害。法人性质使得公司的运营和发展变化与任何个人或者群体保持独立。

4. **集权管理**。合伙企业是通过少数服从多数的投票制度进行管理的（除非合伙人明确表示采用其他方式）。问题的关键在于，只要他想要，每一个合伙人都有关于企业事务的平等发言权。在一家公司中，决定公司整体发展方向的权力被赋予董事们，日常的经营控制权落入经理手中。

这是投资者有限权力的另一方面。为了实现企业效率最大化，股东们几乎放弃了企业所有事务的决策权。

最开始，除非政府颁发特别许可，公司不允许从事任何活动。最初的法令是基于反对经营性活动的假设而制定的；每一项事业都必须明白无误地被证明是正当并被通过的。但是，当公司形式变得异常盛行的时候，这一假设发生了变化。到了19世纪后半叶，只要出于守法的目的，就允许开办商业性公司，而无需事先通过政府的许可。

在公司与政府的关系发生戏剧性并且重要的变化时，公司与其股东的关系也经历着同样的变化。当公司规模变大、经营年限不断增加时，公司所有权开始迅速分散化，而且所有权市场也有所发展，进而确保资产能够实现迅速流动。这增加了他们的力量和范围，但却减少了他们的责任。在早年，董事们围坐在会议桌前，他们代表了股东，因为他们本身就是股东。当公司规模变大、变得复杂时，法律试图为董事们制定一套业绩标准，激励他们能够像自己就是股东那样尽职尽责。

公司的目的

公司是日常生活中极为普遍的事物，因此很难准确地对它们追本溯源。公司并不仅仅决定市场上提供的产品和服务，它们还能做到其他机构无法做到的事情，决定我们所呼吸的空气和所饮用的水的质量，甚至决定我们的居住地。花费一些时间来探讨公司的目的是有益的。

人类需要的满足

商业性公司为人类基本需要的满足提供方便，这些需要包括完成某项任务、成功、安全保障、创新性的表述、竞争精神等。公司组织允许将价值赋予不同的产出中，再将这些产出进行

有效组合，以使整体效果最佳。通过公司，技能和经验可以进行竞争性的交易，并按其创造价值的大小获得回报。公司提供了一种途径，使得有雄心壮志的人们一展鸿图，有进取心的人们踏上成功之路，有创造天才的人们施展拳脚——这些理想在其他时候、其他文化背景下只有在宗教、军队或者王室中才能够实现。理想化地讲，投资于公司的钱所获得的所有权能够带来永久性的源源不断的回报。只有投资的那部分钱财处于风险之中，并且如果一个投资者购买几家公司的股票，那么风险就被分散了，随时可以剔除某家公司的股票来显著地降低发生损失的可能性。

除此以外，最重要的是，创造公司这种组织结构将才能和资本聚合起来，使越来越多的人们获得机会为自己和后代创造财富。

社会组织

人类自穴居时代就已经出现了社会组织，这是为了鼓励合作以及进行分工。公司提供了持久的并富有弹性的社会组织。多少个世纪以来，这些社会结构被用于实现某些目标，这些目标不是或者说并不一定是财务性的目标。例如，在黑暗时代和中世纪，西方人在同一宗教信仰下组织起来。在中世纪行将结束之际，类似于“宗教至上”的理念越来越大行其道。在这种口号的支配下，所有的人都被卷入了数十年的宗教战争，整个欧洲的全部国民产出都被用于建筑宏伟的宗教教堂；接着，出现了相当大的转折，发生了一系列的宗教性的抗议，亨利八世突然宣布公民权力至高无上。此后的几个世纪，直至第一次世界大战结束，基于可世袭规则基础上的公民秩序一直主导着西方世界。

现今，通过满足人们需要来提供产品和服务，这种创造财富的能力传递到一种全新的实体类型上，遍布全世界的大型公司（参见第二章美孚石油公司案例研究）。

效率和效力

公司能使人们借助他人完成自己的目标。“讲究实效的”、“专业的”、“富有事业心的”等词汇都是效率和效益的同义词。从观念到产品的转化过程；人类独创性地制造砖、灰泥和机器设备；将储蓄变为“不断上涨的股票”等，使得民主的资本主义社会中的许多人的物质生活得到了明显的改善。

面临的挑战是适应公司组织形式来满足社会需求。为实现这一目的，政府允许保留原始公司模式，颁发特别许可给某些特殊公司以实现某一特殊目标。例如，为了更好地实现对燃料需求的控制，美国国会在1980年批准成立了联邦合成燃料公司，试图通过私人力量中的人力和技术来解决公众问题。与此相似，类似于全美抵押行业协会等组织的存在，是缘于政府认识到，如果它想要和华尔街进行竞争，必须通过私人性质的、逐利的组织来实现。

当然，这种做法会产生两方面的结果。保守地讲，出于不同的原因，政府会毫不犹豫地对公司进行规制，限制公司的某些行为。社会可以通过税收和制度上的“微调”来诱导或抑制特殊的公司行为。例如，许多新政（指美国罗斯福总统在20世纪30年代实施的内政纲领的名称，译者）时期的立法试图通过实现经济目标来实现社会目标。1931年的戴维斯—贝肯法案是20世纪30年代通过的保护受雇于政府的工人的三大劳工法律之一。戴维斯—贝肯法案设定了最低

工资水平以及为政府雇佣的建筑工人增加了额外的福利。最近，这样的例子越来越多，包括法律和规章制度都要求增加工作场所的安全性，禁止出现年龄、种族、性别、残疾等方面的歧视行为，还有的法律要求雇主在员工需要时给予“家庭休假”。

普遍性和灵活性

公司赋予个人更宽泛更持久的行为范围。公司没有时空界限，即使最高管理者死亡或者退休，公司仍然继续经营。一家被特拉华州授予经营许可权的公司可以在世界上任何一个地方进行商业活动。公司的地理布局可以进行调整。法律或者财务结构上的变化能使公司发生改变。公司的管理者和董事可以变更公司的地址，关闭现存的某些区域的业务，在实际操作上毫无限制地开办新业务，以及重新调配投资资本。美国公司改变公司形态以获得有利的法律带来的收益，或者出于税收方面的考虑而将公司移至近海岸。欧洲与北美的自由贸易协议正在创造一个“无边界的世界”，在这个世界中，一家公司的地址与任何事物都毫不相关，只是出于自身便利的考虑。

一个人可能会由于某些原因，决定避免采取一些风险性的行为，他可能害怕失误、出于羞耻、担心负债或者进班房；但是公司则不然，也许会受到罚款，但不会被送进监狱。这使得公司形式成为将企业债务整体性地转移至社会的一种途径。公司拥有提供就业的能力，成为各地政府极力拉拢的对象，后者之间存在着激烈的竞争，对于公司盈利潜力的限制则越来越少了。州政府的反接管法律草率地规定要保护本地公司避免竞争控制就是一个明例（更有甚者，如马萨诸塞州，州长在公司总部签署法律文件，这一行为正处于议论和怀疑的争议之中）。

身份

事实上，公司具有生命，甚至是自身的公民身份，具有相应的权力；它们也显露出具有个人的特性。我们总是谈及 Ma Bell 公司和“蓝色巨人”（指 IBM 公司，译者）。在美国联邦宪法和权利法案的意义上，公司是“人”，法律赋予它们在没有法律程序的参与下保护其资产免受损失的权力；它们被赋予（至少是某种程度上的）言论自由。尽管在水门事件之后进行了改革，采取了许多限制措施，企业还是可以在政治和宣传上投入资金。

公司是工作机会的来源，也是众多投票人的生计来源，它们有着巨额的政治资金。因此，在决定立法者的产生时，公司是重要的参与者。

公司也决定了将提供的产品和服务，这不仅包括洗衣皂和牙膏，也包括药物和安全设备。它们决定了投资的优先次序。它们构建工作场所的条件。它们制定价格。

公司的“人格”

威廉·格雷德是一名作家兼记者，他描述了公司“人格”的演化过程：

> 公司律师们的一项伟大事业，在经历数代人的努力后，终于为企业争取到完整的公民身份。他们争辩道，他们的公司有权利拥有宪法赋予人们的同样的政治权利、保留投票权等。1886 年，

最高法庭在未经辩论的前提下宣布，公司从此以后被视作“人”，理由缘于第十四修正案——这是“正当程序”的修正案，建立该法案的目的是为了保护美国内战后解放的黑奴。15年之后，雨果·布莱克法官重新审阅了最高法庭应用第十四修正案的许多裁决，他观察到，不足0.5%的案例援引该法案用以保护黑人种族，而超过50%的案例恳请将该法案适用于公司……

在现代管制时期，[公司律师]援引权利法案以保护他们的企业免受联邦法律的起诉……换句话说，公司声称是合众国的“公民”，并不仅仅是为了宣传或者建立良好公众关系，还是为了在法律上索取宪法权利和保护……围绕这一问题，无论法律理论最终如何发展，政治含义是深远的。如果公司是公民，那么其他公民——也即自然人——必然在自治的过程中，其重要性下降[11]。

作为一个“道德人”的公司

托马斯·唐纳森提供了一个分析框架，来衡量一家公司如何构建以制定“道德的”决策：

为了具有道德性，公司需要包含一个道德决策过程。在上面讨论的基础上，这一过程似乎至少要具备以下两点：

1. 在决策中使用道德原因的能力。
2. 在决策过程中，不仅控制公司行为，而且控制政策和规则的能力。

[第一点]是必要的，它使公司超过了纯粹机器的意义。想要具有道德性，某一主体的行为必须具有理由，并不仅仅是它的行为的缘由；想要具有道德性，还要具有道德方面的理由。显然，公司无法像自然人那样思考，但它们可以找到某类理由，通过事实显示出它们能从道德上负有责任。这也就是说，建立了正确的内部结构，公司像自然人一样，有责任说明它们的行为，这种说明规定了哪个道德原因导致了它们的行为[12]。

生意是“具有道德品质就能红火的吗？”这是一个永久性的话题。两种极端情况中的一种，像The Body Shop和Ben and Jerry's已经将社会责任（或者说，至少是它们眼中的社会责任）作为它们市场营销策略的组成部分了。如果消费者知道它们的行为具有很好的理由支持，那么他们在购买化妆品和冰激凌等堕落产品的时候就不会有那么强烈的负疚感。但是，当社会责任的成本使得产品价格过高而不是使产品更具销路，甚至使得产品销量萎缩时，公司还能繁荣下去吗？很显然，可以肯定地说，公司的产品和服务将变得昂贵[13]。

一个极端是具有社会责任的最基本方面，例如遵循法律。另一个极端是公司的活动与所售产品和服务并不相关，市场认为从事这些活动是不切题的，甚至是对公司的生产具有危害性的。

再次回顾一下本书最开始的那个案例（导言）——针对不在里格利球场安装照明灯决策的诉讼。这项决策剥夺了夜赛带给球迷的快乐，也使得投资者的收入受到严重影响，但这项决策是基于管理者所声称的社会责任。在本书的后面（第一章），我们将研究Stride Rite这个案例，在它进行（经济上必须的）决策将工作机会转移出社区时，它从其（理所当然的）对社区负有责任的声誉中获利。

这里有一个关键问题，也是公司治理的一个核心问题，即“谁进行决策？”一位首席执行

官在有关于公司社会责任的决策中，其最佳做法莫过于给他或她的母校一大笔慈善捐赠，而其母校为表示感激之情，则授予该首席执行官名誉学位以及为其提供学校橄榄球比赛的专用包厢。如果这个学校的校长被聘为公司的董事，同样是令人感到愉快和舒适的事情。但这是所谓的“社会责任”吗？

在决定并不明确的投资回报问题上处于最佳位置的人，至少能够对企业长期价值最大化施加足够大的影响，那么这个人是谁？公司对社会责任的定义是否是所有者或者社区所下定义的准确反映，谁在这一过程中处于最佳位置？

相关案例：帝国化学工业上市公司

1993年，德尼斯·亨德森先生向股东们解释了他为何计划削减帝国化学工业公司（ICI）的规模。这家公司在行业中居于主导地位，所处行业是世界范围内的几大支柱产业之一——化工和制药行业。ICI营业收入达几百亿美元，利润达几十亿美元，雇员人数达几十万。但在1993年，该公司计划对一个主要部门Zeneca实行“拆分”。

股东们收到一份详细的计划解释这项改革。公司引述如下论据作为实行拆分的理由，即“重要的更为显著的趋势”，包括“化学药品行业愈加激烈的竞争，尤其是来自于中东和亚太地区的竞争，保持和开发新技术所需的更高的成本，尤其是在生物科学领域内的，再加上始自1990年以后的世界经济衰退所带来的负面影响等”。为了对这些趋势做出反应，ICI公司谋求“对企业运营做出调整……集中精力于占据主导市场地位的业务领域，减少成本，以确保竞争力，削减非战略业务。尽管到目前为止从改革中获得的收益还弥补不了经济衰退带来的负面影响，但这些措施还是被坚决地予以执行”。

亨德森用传统的商业和财务语言继续进行解释：“近几年来，ICI公司在生物科学领域取得了长足的进展，而这与其传统的化学制药领域是截然不同的，在未来几年中会同时面临巨大的机遇和挑战。生物科学领域使用不同的技术，要求更为精深的研究和开发，服务于另一大类顾客群体。而与之相对照的是，化学制药领域则是资金密集型行业，规模驱动，并且基于大规模生产过程技术。”

但更为重要的原因则让亨德森给遗漏了。他没有提及汉森工业公司，该公司计划购买ICI公司的巨额股票，汉森公司才是拆分的首要原因。ICI公司近几年业绩糟糕，相应的股票价格大幅缩水。汉森公司是人所共知的潜在收购者，当该公司宣布购买ICI公司的巨额股票时，评论员们发问汉森公司何时真正地接管ICI这家化工制药行业的巨人企业。

ICI公司抢占了先机，如果汉森公司接管了ICI公司，则几乎肯定要面临相似的拆分。ICI公司基于自愿基础上的再造使得该公司作为收购目标的诱惑力大大下降了，因为公司能够实现收购者期望实现的同样价值。这样，接管的威胁使得ICI公司一分为二，产生了两家更小、更具竞争力的公司。

汉森工业公司并不认同拆分。正如汉森公司董事长洛德·怀特所言：“如果ICI公司在去年不将大量时间花费在一个从未发生的投标竞争中，而是将时间用于增进股东价值上，那么它可能会早早的就找到一个更好的解决问题的办法。”[⑩]（参见本书第六章西尔斯公司案例研究）

汉森和怀特勋爵无疑是明智的。即使是规模最大、最富有的公司也需要经常衡量它所处的位置，在必要的时候做出变革以保持竞争力。公司存在的基础是财富最大化——这也是它存在的原因。优秀的公司无不通过竞争获利。公司所处的环境是这样的，市场决定了人们购

买何物，愿意支付何种价格。一家公司的产品，如果不能被人们以愿意接受的价格所购买，那么这家公司就没有存在的理由。

社会中的公司

在我们衡量公司治理主要相关者的有效性之前，我们应该从这样的视角审视公司，即我们的社会想要从这些主要相关者那里获得什么。我们想要一份工作、体面的收入，能购买足够的商品和服务，以满足我们的需求。我们希望工作能够对我们的创新性具有挑战，而当我们战胜这些挑战时，我们可以为这样的结果感到自豪并受到奖赏。我们希望公司能够确保工作场所和环境的安全。我们希望我们的公司能够获得持续的增长和进步。我们希望我们在公司中的利益能够长期的予以保证——无论我们是雇员、股东、顾客、供应商、债权人，还是社区成员。

两套相互联系的法律决定着公司中这些相关者群体之间的关系。一套法律是由立法机构建立的法律体系；另一套则是公司与它的雇员、顾客、供应商、投资者以及社区之间构建的私人性质的合约。理想化地讲，公众法律只是作为一种平台和支撑而存在，建立了最基础性的标准，允许公司和它的利益相关者以最大的灵活性来修订最优的协议。换句话说，只有当公司治理体系无法确保对社会的整体效果有益时，政府才应该介入。依据我们早先设定的标准，即在进行某项决策时谁处于最佳位置，当政府比公司治理其他利益相关者拥有更多的信息以及较少的利益冲突时，应该由政府设立标准。

但在实践中，公司影响政府的程度并不亚于政府对公司的影响。公司作为“公民”，有权利进行政治宣传（以及政治捐款），对影响公司的法律，公司反而具有极大的影响作用。在理论上，公司支持自由市场经济，政府尽可能不进行干预；但在现实中，当公司能够说服政府以保护它们免受市场经济的威胁，例如，通过设立法律障碍来减少竞争或者减轻它们的责任，它们无一例外的都会这么去做。

> 同一行业的人们很少聚集到一起，但是他们却会对公众利益形成共谋，或者做出改变以提高价格。
>
> ——亚当·斯密

如果公众法律建立了公司治理的标准，人们可能会认为这些标准的最大价值在于提供了有关责任的阐述。例如，两位公司治理领域的资深观察家写了一篇文章，一位是法律教授，一位是法官，他们引用强制性的公司治理法律来支持他们的论证，即这些法律为投资者的真实（消息灵通）的自由选择提供了坚实的基础。支持这一论证的法规如下：

> 几乎所有的州都无一例外的禁止董事终身制；它们制定了法定人数标准，最为典型的是在进行关键决策时要求1/3的董事、有时候是一半的董事出席；它们要求“主要”交易由董事会（偶尔会是股东们）而不是经理或者委员会签订；它们禁止从投资收益中分离出来的“投票权”的出售，也禁止公司财产权的积聚；它们要求经理做到对投资者具有忠诚责任。联邦法律要求公司在必要时进行信息披露，公众公司要进行年度信息披露[15]。

两位作者接下来承认到："坚定的投资者和经理可能会规避许多上述规定，但变通是有限的。"[16]贯穿本书，列举了许多对这些规则进行"规避"的案例。如果管理层再次任命同一些人，并不意味着是对"禁止董事终身制"的严重违背。通用汽车案例（见本书第6章）中可以看出，在公司1992年陷入困境时，通用汽车董事会中的一位董事已经在职20年了，还有两位董事的任期也达到了15年。尽管要求决策时要有1/3的董事或者半数股东的同意，但如果董事会完全由管理层选任并听命于前者，股东无法克服集中投票的障碍而进行信息对称的投票的话，也是非常正常的结果（请参见第二章和第三章对于这些问题的深入探讨，也包括"忠诚职责"、一股一票以及强制披露的相关性等）。

许多规制公司的法律允许公司外化其成本。不同的州之间或者不同的国家之间，这些法律差异较大。发展趋势是各个州之间在调节商业方面激烈比拼，这被称作"走向深渊的竞赛"，因为各州之间的竞争方式是通过放松监管规定来大批颁发经营许可进行的[17]。在美国，大多数全国性公司或者世界性公司都注册在特拉华州，该州法律完备且对公司管理层友好，对公司判罚公正。全球化可能会导致"走向深渊的竞争"，导致世界上主要的大公司都在类似于特拉华州等地注册，如开曼群岛等；或者，如果投资者能够将资金注入对投资者友善的法律监管之下的企业，从而有效表述其利益，那么对资金的竞争会使得竞争从深渊走向天堂。

市场

公司的运营也要遵循市场的法则。尽管这些法则在某种程度上受到立法的影响，但市场才是公司业绩的最终裁决者。无论公司身处何地，所售何物，这些法则影响甚至决定董事和管理者的每一个决策。我们应称之为经济法则，如果能够不受狭义的学术专业词汇和假设前提的限制，我们将称之为资本主义法则。

这套法则与上面提及的法律相互作用和影响。例如，当一家公司出于税收原因变更公司形态时，这是经济职能在发挥作用。当一家公司考虑到各州和各国社会法律的不同，如对于职业安全和环境标准管制的不同时，也是同样的道理。就像消费者选择汽车一样，公司对于地址的选择是基于所有选择方案的成本和效益分析。当公司在到底是选择投资研发或者更新当地工厂（或者再培训员工），还是选择投资海外以降低成本时，也要进行同样的分析。

未来发展方向

实际上，当公司将运营和市场拓展至全球范围时，我们必须拿出更为持久和连贯的方法。为了实现这一目的，我们必须尽可能地对最为重要的法律标准和经济法则的现实情况进行整合，这样才能整合所有的激励因素，促进上面提到的五个整体性目标，或者至少使这五个目标之间不会相互冲突。法律必须是过程导向的，而不是独立存在的。它的重心应该放在公司与其利益相关者之间的关系上，减少利益冲突（代理成本），并且确保正确的人进行最为重要的决策（或者说至少能够对决策的结果进行监控）。

实现这一任务所遇到的问题之一是找到某种方法，在长期计划和当前确定性这两种需要之间进行平衡。实际上，长期计划的任何事情都有可能马上发生，就像原先和已经实现的目

标一样，公司必须确保长期价值的产生。满足雇员、供应商、顾客和社区利益的责任是实现这一目标的必要条件；但是，将这一责任明确化以实现长期价值最大化是一件令人生畏的工作。没有人能够预测未来。仅过去的 10 年中，我们已经见证了许多新成立或者历史悠久的公司获得市场支配地位，取得了骄人的业绩，但许多这样的公司随后陷入了泥潭之中，至今还没有恢复元气。我们怎么能知道今天所进行的长期研发项目肯定能生产出福特野马汽车而不是福特埃德赛尔汽车？更为重要的是，我们的法律怎样才能确保增加前一种产品的可能性而不是后一种呢？

公司权力与公司业绩

人们将权力和责任一并授予公共机构（政府）。我们愿意服从在职官员的权威，因为是我们将他们选举上去的，如果我们不欣赏他们的所作所为，我们可以撤换他们。在美国，政体三权鼎立保证监督和平衡，增加了政府的可信性和合法性。三权中的任何一个如果失之偏颇，都会受到另外两权的约束。

在理论上，公司权力的合法性和权威性是基于责任。公司治理也有其自身的监督和平衡（当然也包括来自政府的监督和平衡）。为了保证合法性和可信性，公司的管理者应该有效地对一些独立的、有能力的、具有积极性的代表负责。这就是董事会产生的原因。

在民主社会中，公司拥有巨大的权力。在一篇名为《公司：多大的权力？在什么范围内？》的意义深远的论文中，卡尔·凯森概括了公司权力的不同选择模式[18]，提出是否应该以及如何“限制和控制”公司权力。

> 从广义上讲，存在 3 种可能的选择。第一种方法，是通过开发更具竞争性的市场来限制公司权力；第二种方法，是通过外部机构对公司权力进行更为宽泛的控制；第三种方法，是在企业内部建立制度，确保权力运用具有相应的责任。传统上，我们主要依赖于第一种方法，通过反托拉斯政策的形式，不需要在实践中花费多大的力气来限制市场力量实现最大的可行性。在既不显著降低公司业绩的整体有效性、也无需构建复杂控制机制的前提下，凯森对第一种方法进行了最为深入的探究。在凯森看来，这仍然是人们最愿意选择的策略方向，但实际上他认为这并不是未来的发展趋势。坚决实行降低规模和增长率的政策以限制市场权力，这需要对产出结果的预期以及过程的可行性抱有信心；但凯森认为，这并非普遍存在，他认为更有可能的情况是第二种和第三种控制的混和而成[19]。

凯森对公司的自我监督抱有悲观看法：“如果说改变企业内部组织结构的、界定更为清晰的、公司管理者更应该努力实现的利益和目标的机制终究要实现的话，那么它现在才刚刚开始。”[20]

我们如何确保公司权力是为了实现最佳社会利益而行使的呢？我们如何衡量公司业绩？社会应该如何衡量公司业绩？这两个问题是紧密联系的，但它们的答案却大相径庭。例如，假设某家公司拥有令人艳羡不已的销售收入和丰厚的股东回报，这可能一部分是由于包括非法倾倒废泄物等严格削减成本的做法造成的，这样可以节省本应用于处理废物以达到环境标准的大量资金，公司的资产负债表和其他财务报表将变得十分漂亮。但是，那些因非法倾倒对社会健康

和财富造成的损失则没有考虑在内，忽略的还有对公司的调查和监督，这部分成本将由纳税者承担。捍卫公司利益的成本以及被征收的罚金等，自然而然的将由股东来承担。

相关案例：公司犯罪的某些实例

Alleco 公司：该公司的首席执行官莫顿 M·拉皮德斯由于实行垄断价格的做法而遭到起诉，被处以破纪录的罚款。法官发现这桩诉讼如此烦扰，以至于他采取了前所未有的宣判方式，即对公司宣布实施刑罚。法官说道："我无法想像到任何一个公司会出现这样的违法行为。"公司的四名高级经理被勒令为社区服务两年时间。可尽管做出了这种判决，拉皮德斯仍被允许拥有这家私人公司并获取足够多的个人利润。

通用电气公司：1992 年，通用电气公司与政府就诉讼达成和解，起因源于公司向联邦政府报告了关于 20 世纪 80 年代期间公司出售给以色列军火销售收入的虚假数字。公司的雇员与以色列的一位空军将军合谋将钱揣入自己的囊中。通用电气的喷气式发动机事业部被禁止参加五角大楼的购买竞标，公司同意支付 6 900 万美元的罚款。这一新闻刚刚公布，通用电气公司的股价立刻下跌至 0.87 美元[②]。

Drexel Burnham Lambert 公司：1988 年 12 月，证券交易所就严重证券欺诈和内部交易提出六项重罪起诉。Drexel 同意支付 6.5 亿美元的罚金。第二年 3 月，美国纽约地区检察官公布了一份长达 98 页的控告，以相似的罪名起诉迈克尔·米尔肯。米尔肯通过他的扩张性的出售后保债券，独自一人使得 Drexel 公司获得成功，后保债券曾是 20 世纪 80 年代公司接管的主要资金来源。米尔肯对于 Drexel 公司的成功如此至关重要，以至于公司仅在一年中就支付米尔肯多达 5.5 亿美元的薪酬。Drexel 公司陷入了欺诈起诉案件中，后保债券资助的公司也越来越多的倒闭，Drexel 公司于 1990 年 2 月申请破产保护。就在两个月之后，米尔肯同意认罪。在 1990 年 11 月，他被判处 10 年有期徒刑。后来，米尔肯的刑期获得了减免，最终于 1993 年的夏天获得了释放。他随后在洛杉矶的加利福尼亚大学教授财务课程。

A.H. Robins 公司：这家公司生产一种子宫内置式的避孕用具，叫作 Dalkon Shield，超过 400 份的医生报告对这种产品持否定态度，最终在 17 名妇女死亡后这种产品被召回。到 1985 年中期，超过 14 000 件产品责任诉讼降临到公司头上，使它最终破产。1987 年，法庭责令公司设立 24 亿美元的信任基金，赔偿给受到产品伤害的妇女们。后来，公司也同意赔偿 700 万美元给公司的股东[②]。

Gitano 集团：1993 年 12 月，Gitano 公司的三位高级经理对于指控他们逃避进口衣物的海关税款表示认罪。随着指控而来的是 Gitano 的最大客户——沃尔玛连锁商店坚持严格的供货伙伴标准，宣布将停止与 Gitano 的交易。1994 年 1 月，Gitano 公司的董事会认识到，没有沃尔玛的支持，公司不可能继续运营下去，因此，董事会通过投票决定将公司出售。

Waste Management 公司：在 1996 年 12 月，联邦法官奥德尔·霍顿在田纳西州西部地区发布命令，勒令 Waste Management 公司的一家子公司因欺诈判决支付 9 150 万美元的罚金。法官的裁决认为，Chemical Waste Management 公司的某项计划通过使用两套账簿隐藏本应属于原告的特许使用金，进而"骗取了原告的钱财"。法官补充道："这桩诉讼最为麻烦的在于欺诈、误导、不诚实看起来已经成为被告公司经营文化的一部分。"

PG & E 公司：1997 年，PG & E 公司同意支付 3.33 亿美元以平息加利福尼亚 Hinkley 地区的 648 名居民的指控。这些居民因食用来自 PG & E 工厂中排放的含有铬的地下水而染上疾病或受到伤害。

相关案例：一位英国人对公司杀人的再定义

1987年，一个名为“自由企业先驱”号的运送小轿车和乘客的渡船从比利时港口城市泽布勒赫出发前往英国的多佛。这艘渡船属于P & O欧洲航运公司，是大型的、历史悠久的英国P & O航运公司的子公司。

“自由企业先驱”号渡船在泽布勒赫港口卸完货物，艏门仍然开着——这通常是因为船员们要将积存的废气排泄出去。就在此时，海浪淹没了艏门，“自由企业先驱”号渡船吞噬了187条生命。应该追究谁的责任呢？

显然，在直接的层面上，灾难是由那些忘记关闭艏门的人们和当门开着的时候仍然指挥船只航行的人们引起的，但是，司法调查找到了更深层次的原因——P & O欧洲航运公司忽视基本安全的企业文化。调查得出结论：“所有关于管理的事情，从董事会成员到基层监督人员都负有责任，因为所有的人都应该对管理失败承担责任。整个公司从上到下都感染了散漫的恶习。”

但是，怎么能惩罚公司呢？正如我们前面讨论过的，你不能把它送进监狱，并且任何罚款最终将由那些并不承担责任的人（股东）来支付。

在英国，公司可以被起诉谋杀罪名，但在现实中，诉讼几乎不可能成功。在英国法律史上，曾有四起公司谋杀罪的诉讼，但只有一起宣布罪名成立。

“自由企业先驱”号悲剧生动地诠释了在宣判公司有罪方面存在的问题。依据验尸报告，陪审团裁决公司非法谋杀了全部的187名员工。P & O欧洲航运公司和7名公司高级经理被起诉犯有谋杀罪。但是法官否决了这项裁决，指示陪审团宣告公司和5名高级经理无罪。

法官之所以给出这样的指示，是因为英国的法律规定，想要认定公司犯有谋杀罪，违法行为必须由那些“被确认为公司自身化身的人们”完成的。在一项已通过的著名法案中，上议院议员贾斯蒂斯·丹宁认为，要认定一个公司有罪，必须确定某人负有罪名并且他代表了公司的“支配思想”。

一家公司不能仅仅因为它的雇员的粗心大意导致有人死亡就被认定犯有谋杀罪名。相反，正如一位英国法官曾写过的那样：“应该规定……谋杀不是指对于那些代表公司名义的人，而是指对于那些被认为是公司自身化身的人们。”

在P & O欧洲航运公司的案例中，法官认为，要证明公司犯有谋杀罪，“被告人之一应该被视为同公司一起，犯有谋杀罪名”。没有足够的证据达到这一标准进而对这些被告人起诉，因此这一指控未能成立。

像“自由企业先驱”号渡船之类的灾难使得公众广泛意识到，法律在约束公司方面做得还是不够。基于这一原因，英国法律委员会（一个政府资助的机构，研究法律改革）建议出台一项新的公司法来取代现今的并不完备的关于公司谋杀罪的条款。该委员会认为，“最近发生的一系列案件要求我们依据公众灾难来启用谋杀法律条款，公众普遍认为在这样的案件中将所有过失放到本应承担个人责任的低级职员身上似乎是错误的，对于进行经营活动并从中获利的雇主们，他们至少应该承担相应的罪名”。

在上面讨论过的“支配思想”标准下，根本不可能对现代的大型公司起诉谋杀罪。正如委员会写道：“公司组织结构越分散，给予分权型经理越多的权力，就越有可能逃避责任。”研究表明，“越来越多的组织倾向于特意将安全性进行分散化”，实际上，“这是泼妇和无道德的人才会做的事情”。

根据委员会对”自由企业先驱”号渡船的调查发现，“没有哪个人对安全事务负责”。委员会评论道：“如果安全监控的职责没有授予某一群体或者个人，几乎不可能识别支配思想的人们，而公司应该对这些人们的缺点负有责任。”

在英国法律史上只有惟一一起成功的针对公司的谋杀诉讼，从中可以看出这其中的难度。1994年，陪审团宣布一个托运公司的所有者兼经营者有罪，在他看护期间，一些儿童在海上就已经死去了。委员会评论道："因为公司由一个人所有，其支配思想完全与其管理者一致，公司负有责任自然而然是因为他本人有罪。"

法律委员会因此得出结论，控告一家大型复杂化公司犯有谋杀罪的成功可能性微乎其微——即使在P & O欧洲航运公司的案例中，谋杀不是归咎于个人失误的结果，而是公司文化或者管理失误。

因此，委员会建议制定一项新的公司谋杀罪，大体上与因为粗心大意导致谋杀的个人罪名相一致。委员会文献中写道："因为是为公司制定的罪名，因此，如果公司管理和组织的过程中发生了失误，导致了死亡，那么这应该被视为是公司的行为所导致的。"委员会建议："即使直接原因是某人的行为或疏忽，人员死亡的原因也应该归为公司的管理失误。"（在美国，关于公司谋杀罪的起诉同样屈指可数。一个成功起诉的案例是一个工人在工作时由于接触了有毒的化学药品而死亡，实际上是因为老板将警告标示移走了）

让我们重新看看"自由企业先驱"号渡船案件。"如果上面的阐述成立的话"，法律委员会解释道："即使导致死亡的直接原因是副水手长、船长，我们认为陪审团也很有可能认为另一个原因是公司在设计其渡船安全系统方面的失误，远远低于应该达到的标准。在这种条件下，公司将被宣判有罪，而这一罪名正是我们建议中提到的新的公司谋杀罪。"

即使宣判以后，法庭也应该有权做出决议，修正进行起诉的原因。

这些公司中的所有利益相关者都因此而遭受到损失。公司应该由监督和平衡系统进行治理，确保这些灾难不会发生。究竟是谁做错了？谁来承受因此导致的损失？他们是同一个人吗？为什么不是呢？

如果是监督和平衡系统失效，为什么？在防止错误发生的时候，谁处于最佳地位？他们为什么不出面阻止呢？做出哪些调整可以使这些错误的发生概率降低？做出哪些调整可以更早的发现问题？

美国法律协会推出了《公司治理原则：分析和建议》（以1992年3月31日的最终草案为例）。

2.01部分　公司的目标和行为

(a) 遵从(b)部分和6.02部分（对阻碍自发性还款的董事的诉讼）的条款，一家（商业性）公司在进行商业活动时应该以提高公司盈利和股东收益为目标。

(b) 即使公司盈利和股东收益没有提高，公司在其商业活动中：

(1) 应受到约束，就像自然人一样，在法律规定的范围内进行活动；

(2) 应该考虑到伦理规范，这被理所当然的认为是与负责任的商业行为相一致的；

(3) 可能会投入不菲的资源用于公共福利、人道主义、教育和博爱目的。

问责制不仅仅是一种机制，也是一种标准。人们通常将这一标准描述为"所有者长期回报最大化。"（米尔顿·弗里德曼补充道："在法律的限制内"，但我们认为遵循法律是价值最大化的一部分）某一特定公司行为和股东回报的关系不一定是即刻或者直接的。公司可

以捐赠财物、超过索取标准（甚至竞争性标准）自愿地增加工人的工资、善待顾客、在所处社区乐善好施，所有这些行动都会在不同程度上与增加企业长期价值紧密相关。当这些行动达到如下这一程度，即增加了相当的成本而使得公司的产品和服务竞争力下降，就无法实现利润最大化了。

公司在实现与价值生成无关的目标时必须受到严格的限制，既包括法律，也包括经济规则。将现在的公司体系与早先的西部体系就政治合法性和责任说明制进行比较。我们允许立法机构进行经济方面的权衡。我们将这一权力给予政府，政府通过政治过程从其责任中获得合法性。当政府没有获得合法性时，民众将漠视法律并创造新的政府。我们的法律允许工厂一定程度地排放许可性废物，尽管文献证明这会危害公众健康并且带来附加成本，但工厂提供的产品和工作（以及对税收的贡献）的收益超过了上述成本。美国已经开始禁止实施极其繁琐的环境法律，像德国一样，不再要求生产过程中的所有物质都要进行再循环。

就像在政治领域一样，公司领域中的责任应该基于公众广泛知晓的易于理解的标准。有人会认为，雇员、顾客、供应商和社区居民都应该同所有者一起确保公司负有责任；但到目前为止，无法在这些利益相关者之间就公司责任达成一致；实际上，无法形成可以接受的量化标准。正如米尔顿·弗里德曼所说：“在侵蚀我们自由社会基础的各种因素中，被公司管理者们普遍接受的尽可能地为股东赚钱这一思想是罪魁祸首。”[8]弗里德曼以一种简单的方式反复进行引证。他并不要求我们接受会计师对目前利润所做的狭义定义，即定义为经营方向的最终导向；但我们应该识别出公司系统在进行责任解释时的范围和力量[9]。

我承认，除非有一天你要为别人提供一份清晰的、理性的关于责任的可行性报告，否则你可能坚持认为公司的存在就是为了单纯的目的，即为其股东谋利[10]。

公司犯罪：“在法律的限度内”

你是否曾认为，当没有灵魂受到谴责并且无人受到惩罚时，一家公司是具有良心的？

——爱德华男爵，英国上议院的大法官

在界定什么行为是“犯罪”时，政府给出了最清晰的答案，即那些无法容忍的行为。对于武装抢劫和攻击，这一答案似乎是足够了；但刑法和公司行为似乎存在于不同的介质中，就像油和水一样截然分开。在努力将行为的绝对标准与公司进行联系时，社会公众会面临很大的困难。理解这一困难是进行公司治理学习的必要的第一步。

为什么公司要从事犯罪行为呢？之所以这样，是因为这些公司发现犯罪的收益会大于成本。或者从另一个角度理解，冒险进行犯罪行为的经理认为，收益属于公司而成本却转移至公司外部，并且这些成本非常高。有人发现，仅一个限价行为对消费者造成的成本影响要超过当年所有抢劫的影响。特别是股东，要支付各方面的成本：作为社区的一员，他们要支付犯罪自身带来的成本；作为纳税人，他们要支付诉讼成本；作为股东，他们要为进行辩护和接受惩罚而支付成本。

但是，决定违背法律的人却几乎毫发未损。在对待个人罪犯和公司罪犯的方式上，存在着

极大的不对等。其中的一个原因是社会对犯罪的理解。我们更容易将粗暴的罪犯而不是白领罪犯送进监牢，尽管在绝对条件下后者的代价更为昂贵。商业裁决规则（参见第三章）和董事责任的有限性限制了股东通过法庭索取回这些支付的费用以及股票价值的损失。公司经理很少被判入狱；实际上，甚至鲜有人因此而失去工作。公司会支付罚款，这类罚款很少会超过公司犯罪获得的收益，并且公司会支付法律费用。

正如前面所言，公司具有有限的经济责任，同时这会延伸至犯罪活动。在现代社会，至少从理论上讲，公司的确有犯罪的倾向。最初，判断一家公司（及其管理者）对犯罪行为负有责任的标准是被告的上司，代理人对公司的责任是要对雇员的行为负责，这些行为包括：(1)在雇佣的范围内；(2)具有为公司谋利的动机。这需要雇员一方的知识（或者有意为之）。雇员要知道他需要做什么，也知道那是违法的行为。

但是，最近出现的趋势经常出于政治原因，将越来越多的行为归结为犯罪行为。最初这种趋势是出现在保健和安全行业，现在已经扩展至其他领域，如对种族歧视的社会政策的关注以及像政府采购等政治敏感领域等。法规中包含新的标准，以使公司能够对诸如“不能容忍的冷漠行为”、“疏忽”、“未能意识到足够的风险性”等负起相应的责任。对法律的无知并不能称其为理由。法庭认为，公司管理者在其位就应谋其政，知晓相关事宜。任何一个雇员对法律条款的知晓都被视为公司整体的知晓，即使这个雇员并未将其告知其他人。

进行惩罚的最初理由在于它能防止进一步的犯罪。所有这些依赖于某种程度上的道德过失。将其应用于个体罪犯是非常容易的事情。可以把一个窃贼送至监狱来防止其（或者其他人）进一步犯罪，将其与社会隔离以使他不能再去犯罪，这样社会可以有机会对他进行教化。某些法律体系会为受害者提供补偿，但在刑事审判中，这一点没有民事审判中做的那么突出；而且在刑事案件中，这种补偿更多是采取社区服务等形式，而不是对受害者进行直接赔偿。正如下面例子中道格拉斯·金斯伯格所言，“社区服务”可从非常宽泛的角度进行理解。

似乎没有人知道该如何应对这一问题。人们差不多都认为某些公司犯罪是现实生活中“做生意的代价”。

我们无法对公司犯罪行为进行控制，来源于我们将虚拟实体看作是自然人。哥伦比亚大学的法律学者约翰·C·科菲曾简洁地描述过这一问题：“乍看，惩罚公司的问题似乎无法正当解决：一般的罚款无法阻止公司的犯罪行为，而严厉的惩罚会从公司转移至相对无辜的人的头上。”[3]

公司的缓刑

1986年3月，美国政府准备对新英格兰银行进行“缓刑”宣判并处以罚款，其依据是该银行犯有31条罪状。犯罪行为包括长期不提交现金交易报告，这一报告是用于跟踪企业交易财务信息的，查看其是否有犯罪活动。在这一案件中，尽管银行承认其遗漏了数以千计的此类报告，起诉聚焦到一名叫麦克多诺的记录员身上，他没有记录与银行有关的现金交易报告，这使得政府无法对麦克多诺就税收和冒险过失进行起诉。

备忘录中指出：“（银行的）失误的的确确是制度化的，在过去4年中，众多的员工和管理者始终是这么做的……没有按照要求记录现金交易报告的不是一个员工，至少是10个以上

……不仅仅是没有记录这么简单，事实上一些员工知道麦克多诺作为一名记录员，他一直试图规避现金交易报告法案……银行的过失作为一种制度，是混和性质的……当部门经理……得知一直没有对现金交易进行记录，甚至故意不做记录，她承认自己完全知道法律要求他们怎样去做……”而且，备忘录中还说道，银行内部进行舞弊的管理者和其他高级管理者一样都知晓这一问题的存在。

如何对一家公司进行缓刑宣判呢？在这一案件中，政府宣判的“缓刑”要求银行定期就其业务进行记录和报告（包括相关人员的亲笔签名），以适应现金交易报告法案的要求。

在强调过不做现金交易报告在法律上是明明白白的严重犯罪，并且罚款应该足够“严厉”以形成“一定的真正的经济影响”以后，备忘录中建议罚款应该低于银行资产0.0002%或者净收入的2%。相应的个人罚款应该在一周工资左右，低于纳税额和开支。

1986年，道格拉斯·H·金斯伯格在美国判决委员会面前进行宣誓，成为反托拉斯案件首席检察官助理（现在华盛顿巡回法庭任职），认为对个人判以垄断价格的罪名是轻判，对此感到很不满意。“毫无疑问，垄断价格是非常严重的犯罪。垄断价格不可能隐蔽地进行，它会导致严重的社会危害，对社会利益也无法进行补偿。”他描述道，少数被告实际在监时间平均只有30天左右。个人罚款平均不足16 000美元，对公司的罚款大约是133 000美元。

> 我们的判决体系试图达到威慑作用，但却是非常失败的，这一点可以从每年不断发现的大规模的垄断价格行为中得到印证。理由非常明显，垄断价格能从消费者那里获取巨额收入，而且尽管我们很努力，但垄断价格行为还是有很多机会逃脱法网的。为了阻止这一行为，需要对企业实行比现在更为严厉的罚款和监禁。
>
> 但是，在论述罚款和监禁之前，我想要解释一下为什么其他四种判罚和制裁无法完全取代罚款与监禁的原因，这四种判罚是社区服务、缓刑、除名、赔偿。这四种判罚对罪犯的惩罚经常是微乎其微的，正是这四种判罚的存在常常取代了更有意义的宣判，进而阻碍了威慑作用的实现。
>
> 首先，近年来判罚的许多社区服务根本不是惩罚。一名被告的社区服务包括协调每年一度的慈善牛仔竞技表演，另一位受到反托拉斯程序起诉的被告被要求成为红十字会组织高尔夫球比赛的赞助者。这种经历是如此令人愉快，以至于他旋即同意第二年再次组织高尔夫球比赛！在另一个案例中，被告被判罚进行30个小时的演讲，解释自己犯罪活动的经济结果——试图实现反托拉斯法律的目的看上去是无法实现了。在商业社会和公众眼中，这样的判罚除了使犯罪变得从轻发落以外，别无效果[2]。

金斯伯格法官继续解释缓刑具有无足轻重的威慑作用，并且“意味着是对被告商业活动的无根据的判决规则”。除名（使得公司不具有对政府进行销售的资格）也不具有足够的效果。“严格地说，消除竞争者，对社会带来的危害会和犯罪行为的危害同样大。实际上，有可能出现这样的情况，所有的潜在供应商都被禁止，使得人们至少在短期内根本无法获得产品。”

人们提出了许多具有创造性的解决方案，包括“衡平罚款”[3]。但所有的方案都面临同样的障碍：捏造的账簿。正如约翰·布雷思韦特在他的关于制药业的研究中所解释的那样：

公司都有两种记录：一种是用来组织犯罪（用于内部目的）；另一种是用来遮掩犯罪的（用于展示给企业外部的）。当公司想要清晰界定的责任时，他们通常都能够获得。分散的责任并不常常是组织复杂性所固有的；它是出于提供给外界模糊的信息以保护组织内部人的目的。有人也许会说，法庭应该能够揭穿这种模糊信息的阴谋，但没有公司内部富有正义感的证人进行帮助，想要实现这一目的是困难的[2]。

尽管做了很多努力对公司实施“缓刑”，赔偿社会利益的损失，甚至将其打入牢房，可现在还是没有效果，这一问题却越发变得严重起来。1980年，《财富》杂志调查了1 043家大公司，得出惊人的发现，高达11%的公司曾经参与过“可耻的违法活动”。两年以后，《美国新闻和世界报告》进行了一项类似的调查，针对美国最大的500家企业，结果发现在过去的10年中，115家公司至少有一项以上的罪名成立[3]。在1990年，《纽约时报》发现五角大楼最大的100家交易商中有25家在过去7年中犯有欺诈罪[4]。

关于白领犯罪问题，有这样一个问题：在界定公司犯罪上，谁处于最佳位置？谁应该决定实施惩罚？在公司中谁处于最有利的地位来阻止公司犯罪？这个人或者群体有权力这样做吗？

这是需要法律上的支持，但实施惩罚不应该仅仅由政府来做。实际上，没有民间行业的自律，政府打击犯罪的努力将更多的付之东流。正如布雷思韦特观察到的，“一些管理者不进行贿赂是因为他们害怕遭到报复，大多数人放弃贿赂是因为他们视之为不道德的。其中的一个原因是行贿的管理者有时候会受到惩罚并受到公众的谴责。取消对犯罪的惩罚，就是废除了自律带来的道德责任感。因此，自律和刑罚是相得益彰而不是此消彼长的关系。”[5]

自律是公司治理体系中所有利益相关者的责任。不幸的是，在现行体系下，从事犯罪活动的风险是由公司经理进行权衡的，即使公司被起诉，他们自身却常常毫发无损。司法系统尚不能妥善地惩处白领罪犯，也无法对受害者进行恰当的补偿。

公司犯罪中一样有受害者。受到负面影响的包括股东，经常数以千计。安定股东当然希望社会利益和公司利益相一致，这也符合他们自身利益，但他们不可能有渠道和资源使得公司上下都认同这一点，无论是事前还是事后皆如此（参见第二章的集体选择的讨论）。但是，他们可以采取行动确保公司中其他相关者能获得正确的激励和权力。“公司要比政府更容易觉察其员工的不良行为。现在已经有一套监测系统聚焦于此，并且系统的使用不需要经过正常程序的批准。事实上，如果惩罚足够严厉，公司就会有足够的动力和法律权力将其怀疑从事犯罪活动的员工解雇掉。”[3]

股东如何使这套系统运转起来？他们没有能力制定或者指导构建公司内部制度，但他们对此却负有一定的职责。股东希望经理运营公司的方式能够使出资者的企业获得政府和社会的支持，这意味着股东关心的是使经理要对他们“在法律范围内”进行商业活动负有责任。在过去，股东要为未能建立防止公司犯罪的机制而负有部分责任；在以后，股东要使这一点变得明白无误，即公司犯罪的再发生是无可容忍的。董事和管理层的职责是确保信息的流动能够相应地使人们意识到潜在的犯罪行为，以及公司有明确的人员构建起激励体系确保与法律的相一致，以

及构建监察结构以实现和法律相一致的监测、审查、验证等活动。正如金斯伯格法官所说：

> 股东应该关注垄断价格带来的得失，正如其他由管理者决策的风险带来的得失一样。实际上，股东从本质上来说有动力构建恰当的保护制度来防止公司犯罪行为[3]。

股东、董事和经理一定要使公司的信息系统开放而不是错误地封闭起来。实现这一目的的一个途径是提出董事会成员的任职资格条款。毫无疑问，董事有权力和责任颁布基本的公司政策。

> 大多数活跃股东的参与可以使公司在某些领域内更多的和法律保持一致，尽管我们已经指出过，股东的参与经常是为了使股票价值上涨以及股息、红利等……更深远的公司改革，依赖于变革公司决策的程序和结构。传统的法律战略通常不会影响到内部制度结构……现在对于公司董事几乎没有特定的职能要求；他们通常扮演管理层的橡皮图章的角色。如果建立起和公司运营相关联的责任，董事就不仅要对公司的财务和股东分红负责，而且要对公众利益负责，这包括防止非法的和不道德的增加利润的行为[4]。

董事有权力制定政策，要求管理层实行并将遵从法律作为公司第一原则。股东有权力和方法实现董事的上述行为。通过修订次要法案，以使与法律规定的董事任职资格相一致，他们能确保违法行为停止下来。董事受到高度的激励来为公众公司服务。

董事会运用其权力的一个方式是通过倡导长期行为实现的，拉尔夫·纳德说道：“董事会应该委派管理者负责与这些法律保持一致，应该定期报告与法律保持一致的情况。”[5]其他改革者建议应该建立抽样调查的机制以保证和主要法律条款相一致。此类机制可以保证公司中有揭发者站出来，非员工渠道的信息可以传递到董事会，并且“是以保密的方式进行，不用担心受到违反法律者的报复”。

克里斯托弗·斯通教授的《法律中止于何处》[6]一书也许是公司犯罪责任领域最著名的著作。他的结论是，终止董事工作是对付公司犯罪最为有效的方法。他写道：

> 一般来说，除了最为严重的犯罪行为以外，我们应该对其他行为做相反的处理，这样才能达到最佳效果。当董事因为疏忽或者懈怠而没有履行职责时，禁止其3年内担任任何公司的管理者、董事或者顾问而从事州际之间的商业活动。为什么这么做会比现存做法的效果好呢？首先，今日潜在责任变得如果严峻，以至于我们越是努力使法律对董事严厉，公司的律师越是想方设法进行规避，法官和陪审团将变得不愿找出责任，许多优秀的董事将拒绝任职。与此相对照的，“终止”条款的优点在于很难进行规避；它没有高达数百万美元罚款那么严厉，它将给法庭带来不可思议的影响；同时，它自身也有其严厉之处——被终止资格者将被迫从拥有高声誉和高收入的职位退下来，我认为，这会成为他们同行中的羞耻之事。

你同意金斯伯格法官实行监禁和高额罚款的做法能够堵塞住诸如垄断价格等犯罪行为吗？理由何在？他反对诸如社区服务、缓刑、除名、赔偿等判罚，你同意吗？理由何

在？再看看引言中 BeechNut 案例。谁受到了惩罚？谁应该受到惩罚？未来公司治理中的主要相关者应该如何去做来防止这样的犯罪行为？

日本也有类似的做法。1981 年，日本原子能公司拥有和运营的一个核电站持续发生泄漏事件，公司主席和董事长宣布辞职，希望在新的领导人上台后可以重建人们对核电站的信任[8]。

社会在参与公司治理时只是希望犯了错误的管理者辞职就一了百了了吗？

公司和政府：共同决定市场

许多观察家认为公司力量创造了这样一个架构，在其中只有自由选择的幻觉，一个例子就是克莱斯勒。

相关案例：克莱斯勒汽车公司

在 1977 年，克莱斯勒是美国第十大公司，全世界第十四大公司。不到两年的光景，这家公司就陷入危机之中。1979 年，克莱斯勒的新经理李·艾科卡告诉联邦政府，如果不能获得联邦政府担保的巨额贷款，公司就会彻底失败。

贷款担保是美国经济政策中经常使用的一项。1970 年，Penn Central Railroad 公司依据 1950 年的军工生产法案申请 2 亿美元的贷款。在国防处于危机时，这项法案允许公众公司从财政部借款。国会拒绝了 Penn 公司的申请，直到公司申请破产时，方才给予了 1.25 亿美元信用额度的贷款。一年以后，国会艰难通过（参议院以 1 票胜出）洛克希德航空公司申请的 2.5 亿美元的担保贷款。此时，纽约参议员詹姆斯·巴克利大声警告说："如果低效率或者管理不善的公司可以免受其他公司正在承受着的自由市场的压力，结果就是缺乏经济性，并且人力资源被浪费于无法满足市场标准的公司活动上。"但是最终，考虑到洛克希德公司 17 000 名员工和供应商公司的 43 000 名员工的失业问题将是非常严重的，政府还是给予洛克希德公司这笔贷款。

参议员巴克利的观点于 1979 年再次引起人们关注，这一次争论是关于克莱斯勒公司的。一方面，是美国对自由市场的责任；另一方面，是数以万计的克莱斯勒公司员工的生计问题。迈克尔·莫里茨和巴雷特·西曼是这样形容国会面临这一问题的："公司的 45 000 个经销商和 19 000 个供应商是另一个麻烦事。和克莱斯勒公司不同，这些经销商和供应商触手可得，他们的困境凸现无疑。在美国国会的每一个选举区都有克莱斯勒的经销商和供应商。这些都是美利坚的商人们，从其父辈那里继承了家业，某些还要将其传递给他们的孩子们。家庭责任可以追溯到沃尔特·克莱斯勒时代，公司那时位于美国中部的小社区，类似于堪萨斯州的 Great Bend 地区。他们可不是来自底特律的流氓，对社区进行诈骗活动。"作者是这样形容的："公司开出了计算机统计的清单，陈列了对每一个社区的贡献，让议员们参观克莱斯勒的陈列室，以了解公司对当地、州以及联邦税收做出的贡献。经销商委员会（由经销商自己选举出来的代表）也开始活动，平均每 200 个经销商要选出一位代表花一天的时间去华盛顿来游说自己州的议员。这些经销商在清早接受一小时的指导，了解他们该说什么和不该说什么；接下来一天的时间，这些经销商进行游说活动，拜访议员和他们的行政与法律助手。这些独立的小商人们的眼光非常有效。"正如一个克莱斯勒经销商观察到的："这个国家许多善良的人们和许多小商人们的命运正是掌握在政治体系反复无常的表现中。"

接下来，莫里茨和西曼概括到："自由经济的根本规则是失败的公司不可以继续存在。近年来在美国，这一命题遭到了粗暴的践踏。不仅像洛克希德这样对于国防是否必要的公司受到了政治保护，而且像克莱斯勒这样的商界巨人也验证了在今日的美国，大型公司不允许失败这一公理。几乎没有哪家公司在面临破产时能像克莱斯勒那样有效并且明目张胆的游说美国政府提供特殊财政帮助来确保其生存。"[3]

这一案例表明，只有小公司才真正处于市场风险之中。在一个"自由"资本主义社会，足够大型的公司是不允许破产的。大型公司参与公民重要决策的权利已经由美国最高法院重申过。在波士顿诉 Bellotti 银行案例中，法庭支持银行拥有权利进行政治宣传。法庭宣布，只要银行认为恰当，它可以随意使用股东资金来影响和其业务无甚关联的公民投票表决。

有人试图减少公司管理层对政治的影响，但这些努力都失败了。例如，1971 年的联邦选举法案（FECA）禁止公司进行任何政治捐赠，除了一些严格限定的例外情况，如无党派选举。但是，公司管理者可以建立独立的基金（通常指政治活动委员会或简称 PACs）对候选人进行竞选赞助，这要服从于一系列复杂的限制要求并递交报告。

一些违背上述规定的事件曾被广泛报道。Beulieu of America 公司，一家地毯生产商，对于 5 项指控表示认罪，其中 4 项涉及违背竞选赞助法规。公司管理者指使 36 名员工各捐赠 1 000 美元给拉马尔·亚历山大进行总统竞选，然后用公司资金对这些雇员进行补偿。胡安·奥尔蒂斯是 Future Tech International（FTI）公司的首席财务官，在 1995 年克林顿—戈尔组合参与竞选时在迈阿密酒店举行的筹款活动中，他和 FTI 公司的其他 8 名员工捐赠了 1 000 美元，事后用公司资金进行补偿，他本人对此供认不讳。FTI 公司的首席执行官，曾被允许会见包括总统在内的政府高官，在其受到调查时悄然离国。但是，正如 Slate 杂志编辑迈克尔·金斯利所说，赞助竞选活动中的犯罪行为没有说明什么是非法的，却说明了什么是合法的。按照正常的记录，在 1999 年大选中，全国性的政党委员会筹集了创纪录的 107 210 420 美元，这比 1995 年的大选中筹集的 59 161 380 美元增长了 81 %。总的来说，在 1999 年中，共和党全国委员会筹集到了 57 811 386 美元的捐款，民主党是 49 399 034 美元，这其中的大部分来自企业。公司的经济力量支配着政治进程。这种力量扭曲了市场规制公司的能力。

相关案例：英国的公司政治捐赠

主导英国 1997 年大选的一个问题是"丑闻"。保守党领导的国会中的许多议员和商界有着千丝万缕的联系，后者影响着这些议员的政治活动。反对党工党置疑道，保守党接受了巨额的来自国外和秘密的捐赠，有些并不是"干净"的资金。

工党宣布，如果它当选，它将保证成立一个委员会来调查英国政党的财政状况。当选之后，工党果真履行了其诺言，公共活动标准委员会成立，高级律师洛德·尼尔成为主席，领导委员会工作，它的一项任务就是调查公众公司进行的政治捐款。

那时英国的法律规定英国公司可以对政党进行自由捐赠，惟一限制是超过 200 英镑（大约 300 美元左右）的捐款要进行披露。公司不需要经过年会上股东投票表决，也不需要解释为何这笔捐赠符合公司利益（股东可以对捐赠提出上诉，但他们胜出的机会很小，成本却无疑要比收益高出很多）。

这些规定赋予英国公司极大的自由进行捐赠，它们也在这一点上发挥得淋漓尽致。位于伦敦的独立咨询机构——养老金和投资研究咨询公司调查显示，公司在1991年至1997年间给予各个政党1 500万美元的捐赠。1997年，每笔捐款平均达到了5万美元。最大的捐赠者是P & O公司和Hanson公司，二者在1997年都捐赠了15万美元。令人震惊的是，这些公司历来的捐款都是给予同一个政党——保守党。在1991年至1997年间，保守党接受的捐款超过三家最大的政党接受捐款的97%。

当尼尔领导的委员会开始调查后，公司政治捐款开始大幅度下降（也许这只是反映了保守党自己接受捐款的下降），随之而来的是出现了相当多的游说活动。作为这次改革的倡导者——工党领导的地区政府和工会，他们不愿看到自己公司的资金流到竞争对手手中。当然，这些左翼人士可以转让出自己的股权，但正如我们本书其他章节所讨论的那样，实际上是根本没有选择的。

这些股东认为，从原则上讲，对于如此感情化和个人化的问题，如政治，公司进行捐赠而不征求股东的同意是非常过分的。反捐赠说客进一步指出，在现存体系中存在相当多的固有的利益冲突。例如，一个主要捐赠者是Guardian Royal保险公司，该公司的一位非执行董事是汉布罗勋爵，保守党的前任财政部长和主要筹资人。汉布罗勋爵同时出任Taylor Woodrow公司和P & O公司的董事会成员，这两家公司在1997年为保守党捐资一共超过100万美元。

股东从这些慷慨行为中得到了什么呢？一位政治评论家发现有一半的政治荣誉（贵族、骑士等等头衔）被授予曾捐资给政党的大约6%的公司。换句话说，公司管理者能不能够花费股东的资金来为自己谋求政治收益呢？

披露条款也并非全面。这项条款要求公司披露捐赠政党的现金数额，但捐赠之物远不止现金一项，还包括人事帮助、设备和提供便利等。例如，Aims of Industry集团或者Northern Industrialists Protection Association集团与保守党结成紧密的联盟，这一点人所共知。一些公司披露给政党的捐赠，另一些则不这么做。

1993年6月，英国Independent报社获得了一份保守党中央办公室起草的计划书复印本，这份计划是用于推进政治捐款的。公司被请求将资金存入保守党银行家开设的一个临时账户。银行不仅不支付公司利息，还会减少保守党2 400万美元的透支开销。按照保守党中央办公室的话来说，这样做有什么好处呢？公司的这笔无息贷款不需要对股东进行披露。

尼尔委员会寻找一些行业领导者的证词。电器经销商Dixons公司的主席斯坦利·卡尔姆斯说："有人曾这样说服过我，股东们会有各种各样的观点，所以他们可能因此感觉到自己的意愿没有通过一次政治捐赠体现出来。"

尼尔·肖爵士是产糖商Tate & Lyle公司的主席，认为如果没有全国性的为政党进行捐赠的体系，公司应该为提升民主社会的更广泛利益而进行捐赠。Tate & Lyle公司是少数几家将钱捐给两个以上政党的公司之一，尽管它的主要捐赠集中于保守党。

尼尔委员会在1998年秋天公布了它的调查结果。该委员会建议："国会应制定法律以使政治筹款更加透明和民主。"其中的一条就是当公司想要进行捐赠时，必须首先获得股东的普遍授权。委员会给出了如下建议：

- 每4年至少进行一次授权；
- 披露内容应该包括非现金捐赠；
- 应该规定捐赠的最高上限。

工党政府已经保证将依据这些建议来起草法案。

公司是最具财富的组织，并且"钱是政治的母乳"。这两种事实会带来什么样的危险呢？公司在

参与政治的过程中如何能负有责任呢？

应不应该禁止公众公司参与政治活动呢？

公司不仅成功地支配了美国政府的行政和立法系统，也同样侵蚀了司法体系。为了使公司在竞选中承担相关法律费用，各个州拼尽全力吸引公司的高层管理者。在20世纪80年代的并购时期，法庭似乎也在这么做，你将在第三章中看到这一点。符合公司管理层的利益（叫做“特拉华州要素”）是特拉华州平衡法院和联邦最高法院决策时的基本原则。

相关案例：“特拉华州的难题”[49]

尽管特拉华州是联邦中最小的州之一，但却是公司总部最多的州。约瑟夫·诺塞若解释了其中缘由：“特拉华州严重依赖于公司开办费和税收，每年此类收入达到2亿美元，差不多是州预算的20%。”

20世纪80年代，当市场要求对公司进行越来越严格的控制时，公司管理者寻求特拉华州法庭的保护。大公司竭尽全力确保特拉华州法庭颁布条款来保证有利于管理层的法案，这一点变得越来越明显。1990年，特拉华州做出了几项有利于股东的裁决，使得公司开始尝受到带有敌意的法令。这些裁决引起了马丁·利普顿的强硬反应，他是一名公司律师，自20世纪80年代为公司接管进行辩护而声名鹊起。用诺塞若的话来说：“马丁·利普顿遇到了难题。他在特拉华州平衡法庭进行抨击，发出紧急通知给他众多的大公司客户，这些客户大多数总部位于特拉华州。在一个引人注目的披露出来的通知中，他做出了不祥的预测：‘也许应该将总部迁出特拉华州了。’利普顿使出了恃强凌弱者惯用的一招：恫吓。”

衡量业绩

我们无法识别公司战略在未来将会对股东价值产生何种影响。对消费者的溺爱会产生持久的忠诚还是会提升价格？长期的研发项目能否赚回投资？降价措施会让公司承担未来的索赔责任吗？并购新的业务是产生了协同效应还是分散了公司的力量？如果无法预测未来，股东、董事或者经理如何衡量一个公司的业绩呢？

为了构建评价公司业绩的框架，有必要界定公司作为长期价值创造的最终目的。这为定义股东和董事的权利与责任创造了一个架构，因此也就决定了如何组织他们，如果对其进行激励，如何评价他们。例如，如果我们让进行界定的人们来承担实现目标的责任，把实现长期价值创造作为目标就没什么意义了，这就好像让学生给他们自己的考试打分一样。

“长期”和“价值”可以有许多种理解。正在被评估的人会把“长期”看作是“在我走了以后”，把“价值”看作是“经过财务计算，使我们今年的统计结果变得更加好看”，谈不上完美，这完全是经济业绩的范畴。传统地说，这包括了依据通用会计准则（GAAP）编制的资产负债表、损益表来保证公司运转的现金流状况、从企业外部融资的能力等。管理学大师彼得·德鲁克点出了评价公司业绩时存在的问题：

最基本的一个问题是，管理者无从知道外部股东的价值标准和评价业绩标准。股票市场显然是最不可信赖的标准，最多只能算是众多标准中的一个。股票市场评价标准，在实际中无法反映公司业绩，它反映的是股票分析员的突发奇想，反映的是短期的潮流，反映的是宏观经济的一般走势，而不是公司自身的业绩[4]。

德鲁克和纽约州审计员内德·里甘以及其他人等一起倡导由外部专家进行定期的“商业审计”，以提供评价公司业绩的观点。但如果参与评估的专家被评估对象所雇佣，他们还能保证“独立性”吗？甚至是，如果这些人不具有正直感或者不具备洞察力，当他们进行研究并写出报告时，一切就为时已晚了。

“业绩衡量”必须是一个富有弹性并变化着的概念，所谓此一时，彼一时。因此，最重要的结构要求是由管理者以外的人来制定标准。当然它必须由这样一个群体来制定，他们对于我们所说的惟一合理目标——长期价值创造——表示认同。出于这一原因，不能由政府或者社区来扮演这一角色，他们拥有与上述目标不同的自身首要目标。

任何一家公司建立目标和衡量业绩的最佳实体是其董事会。董事会能够获得信息，参与监控活动并拥有权限，在董事会和最终所有者之间存在着“创新压力”，所以公司业绩可以即时的得到最有效的衡量。

相关案例：会计危机的年头

1998年9月28日，美国证券交易委员会（SEC）主席奥瑟·莱维特在纽约大学的一次演讲中表达了他对所得收入管理的重视。他列举了5个值得研讨的示例：像“大浴缸”一样混乱的税制、善变的所得会计、“不为人知的秘密手段”、“非实质的”错误的应用会计准则、对收入的过早确认。他倡导进行一系列的研究和改革，包括建立更有效的审计委员会，结论如下：

高素质、富有责任感的、独立的、坚定的审计委员会是公众利益最可信赖的守护者。令人悲哀的是，到处都是关于审计委员会成员的负面传闻，他们对最基本的财务报告原则缺乏了解，委托他人进行试探性的提问等等。实际上，我曾听说一个审计委员会每年只召开两次会议，时间定在定期的董事会会议前15分钟，他们的责任也被限定为马马虎虎的陈述。

莱维特的上述言论是在一些公司财务丑闻曝光后做出的，这些公司包括Cendant、Liveant、Waste Management、Sunbeam等。Cendant公司的管理者持续3年欺诈性地虚报税前收益高达5亿美元，以提供虚假收入为主要形式。他们最终支付给股东28亿美元了事。Liveant公司拥有两套账簿用以掩盖巨额开支。Waste Management公司宣布它的预期价值缩水3/5（参见本书第六章的案例研究）。Sunbeam公司“虚报”销售业绩，声称库存告罄，但实际上经销商那里依旧货物成堆。美国在线（AOL）宣布营业收入增长900%，达到5 700万美元，每股股价为23美分，营业收入状况应该很容易地否定华尔街预测的每股19美分。但是好景不长，SEC对此表示怀疑。结果表明会计数字是有问题的。美国在线试图立刻注销两家刚刚收购的公司的大部分资产。通过公司目前的“研究与开发”账户，美国在线注销掉它即将支付给Netchannel公司（一家互联网电视公司）的2 900万美元中的2 000万美元，以及将要支付给Mirabilis公司（一家实时聊天软件公司）28 700万美元中的大部分。

莱维特召集了一个委员会来提供解决审计委员会问题的建议，但会计问题还是纷至沓来。1999年9月30日，MicroStrategy公司的员工工作到午夜，才将一笔交易及时地汇入其第三季度的报表中。

对方公司却把这笔交易计入第四季度报表中，MicroStrategy 公司计入的是第三季度，宣称连续 15 个季度保持增长。如果不算这笔交易，收入就要下跌 20 %。现实却是 MicroStrategy 的股票飙升了 72 %。公司的管理者出售股票获得了超过 8 200 万美元的收入。接下来 6 个月以后，MicroStrategy 公司重新统计它的财务报告，年利润实际上是负的。一日之内，公司股票狂跌 62 %，110 亿美元的股东资产蒸发掉了。

平衡利益

有时候，任何长期战略和利益最大化的目标不会一致。超过法律要求的公司委托人义务也是这样。判断是否能用员工新利益计划产生的忠诚和热情来证明计划的正确性几乎是不可能的，这很容易犯错误，甚至是自我控制；在这方面，需要小心翼翼，并尽职尽责。对它的处理方式是任何公司治理系统优点的显著标志。

关键就是找到恰当的制衡系统。能轻易同意用股东的钱支付一个 12 000 万美元的艺术博物馆的董事会就明显没有这样的系统。对于事先未通报董事会就擅自花掉 6 800 万美元开发（最终损失惨重）“无烟”香烟的首席执行官来说，也是同样如此（见第三章对这两个例子的讨论）。

造纸企业可能考虑什么是恰当方式，例如是储存树皮还是在河里漂流原木。假如经营者做出那样的决定，这个决定就可能被设计为把成本尽可能多地转嫁给其他项目。确保企业经营者不能具体化其成本的惟一方法就是当问题含有违反社会目标的交易时，政府通过政治途径做出最终的决策，让公司承担责任。政府管制的正确性在两方面得到证明。首先，它是政府的责任，因为政府是——至少在理论上是——惟一能够平衡所有相关利益的机构，而且政府平等地对他们表示感谢（和不感谢）。第二，假如很多团体反对政府采取的行动，他们就会选出新的能够做得更好的代表。

那些没有考虑到客户、雇员、供应商和社区利益的董事没有尽到他们对股东的责任；忽略了这些利益的企业肯定要失败。危险就在于允许公司经营者把这些利益用来做政策交易。这种交易应该通过政治途径留给那些有更多直接责任的人。这是公务员的工作，不是雇佣的公司管理者的事。

F.A. 海亚克举出了这种可用的方法：

> 只要经营者有为股东和作为他们利益的托管人而控制资源的责任，他的控制权就会受到很大限制；并且他就不能有从这个或那个特别利益中获利的特权。但是，一旦大企业的经营者被认为有权利而且有义务考虑其决策是否符合公众或社会利益，或者以恰当的原因为公众利益服务时，他就获得真正不可控制的权利——这种权利不能长时间留在私人经理手中，而应该作为增加公共控制的主要工具[9]。

在近代美国经济史中的很长一段时间里，大公司经理把自身看作是整个社会的受托人。拉尔夫·科迪纳，通用电气公司的 CEO，证明了这个标准。他说高层管理者是“受托人”，

负责把企业维持“在股东、客户、雇员、供应商和工厂所在社区利益的最佳平衡之中”。这在公司治理规则中得到反映，这些规则在每期《董事月刊》（Director's Monthly）中都得到强调：“有效的公司治理保证长期战略目标和计划得以建立，并且以适当的管理者和管理结构来实现这些目标，同时保证维持企业完整和声誉的能力以及照顾利益相关者的能力。”[48]

在最近一段时期，美国一多半的州都通过了“利益相关者”法规，允许（甚至要求）董事考虑其行为对股东以外的利益相关者的影响，包括雇员、客户、供应商和社区[49]。这和传统上市公司在法律和经济上的模式形成对比，传统模式认为公司董事只为一个利益相关者服务——他们的股东。许多人认为这是一个错误。法律公司 Ballard， Spahr， Andrews & Ingersoll 的詹姆士·J·汉克斯称之为“一个永远都不会实现的理想”。

有代表性的是这些法令“通常执行董事会的决策，包括出高价、并购、合并和其他形式的商业合并等决策”[50]。大多数州的这种法律都不要求考虑利益相关者的决策，只是要求这些规定在得到公司股东同意后才执行。并且这使得董事会考虑其他利益时很随便，没有利益相关者被考虑到，这种情形很明显。

这些规定有什么意义？它们允许或要求董事按照这些规定有差别地评价特权？它们应该吗？就好像你是按照这种规定运作的董事会中的一员去评价一个工厂是关闭还是收购，尽管你不是。

公司不能忽略掉其利益相关者的需要。实际上，过去“利益相关者”的建议只是偶尔被股东提交，要求董事会对提议进行更为全面的分析；但是，我们同意汉克斯“利益相关者”的说法，在法律上或公司章程上，其权利可能被股东的权利有意无意地遮掩并忽略掉。

董事和经理考虑所有利益相关者的利益总是可以容许的，甚至是必要的，只要他们在考虑股东利益时这么做。司法已经支持公司捐赠企业资金给慈善机构，要是它关系到公司的长远利益的话。正如美国公司法律师协会（American Bar Association Committee on Corporate Laws）指出的那样：“特拉华州法院已经提出在这个州的公司普通法律：董事对股东有受托的责任，尽管这允许董事考虑其他人的利益，但是也迫使他们找到一些与股东长期利益相关的关系。”[51]委员会也记录了特拉华州最高法院在 Unocal 公司案例（见本书第三章）中的决策，这就使得董事能够分析各种原因，找出潜在的接管产生的影响，包括利益相关者，这并不表明“法院有意批准对非股东利益相关者损害股东利益的负面影响做出赔偿”[52]。尽管这对董事会以最好的方式满足公司不同相关者竞争的需要是很有益的，但是给股东第一优先权对他们来说是必须的。只有满足了他们的目标，他们才能为其他相关者长期服务。

商业圆桌会议看来同意这个看法。在它 1990 年《公司治理和美国竞争》的报告中，它和政治以及“经济”组织形成对照。“立法机构……代表并表达多方面委托人的利益。我们的政体应该能够提出对立利益间的折衷办法，以寻找宽阔的中间地……治理系统将成为经济实体的最终发展目标。”

相关案例：保护，宾夕法尼亚模式

在1990年，宾夕法尼亚冒着F·A·海亚克的警告，采用了声名狼藉的36号法案，这是远离了其他利益相关者的法案，背离了“考虑”其他人利益的善良观念，宾夕法尼亚忍痛以达到一个标准：篡夺。董事可能考虑在“他们认为恰当的范围”中，任何受影响的利益对其决策的压力。他们就不要求“把任何公司利益或任何特殊团体利益……当作主要的或控制的利益或因素”。只要行为符合公司利益最大化。

在1983年使用的法律版本，包括许多其他州采用的相似的利益相关者规定，但是新版本就比其他州更多了。迄今为止，通过扩展被考虑的利益的范围，更重要的是，通过设定没有利益主体处于控制地位（包括股东利益），同时促进董事将公司利益最大化。信托标准的其他变化包括对特拉华州“加强详细审查”的直接拒绝，它用来测试在控制权转变过程中董事的行为。注意：这个法令在得到宾夕法尼亚主要大公司的大力支持下很快就被采用了，接着这些公司就成了敌意收购的目标。这种尝试最终是不成功的，部分要感谢于这种法律，因为它还包括了其他反接管规定。

在可能的或被提议的控制权转移中，由无利害关系的董事（那些不是现在或以前雇员的人）做出决定来满足谨慎的要求，除非在合理的调查之后，有清晰的让人信服的证据证明决策不够诚实。这意味着，实际上董事不必为他们所做的负责，因为它缺少一些自我控制或欺骗的要素。这个规定不要求得到股东同意；它可以立即应用到所有在宾夕法尼亚上市的公司中，除非它们在90天以内退出。这种反股东的偏见在通过提议时很明显。1989年12月，一个“事实清单”从宾夕法尼亚商业议院送到了州立法者手里，他们同当地联盟，在美国劳工联合会的支持下通过了这个法案，包括这样的声明，本法案将“重申并明确这个历史悠久的（现行的）原则，董事承担公司的责任，而不是针对其他任何特殊团体，例如股东”。

新法案并没有说董事可以随意地重视非长期利益最大化，但是，其他解释将损害先前法令构建的原则并让立法机关明显有意使其规定没有影响。

它的确有影响，尽管可能不是立法机关所希望的。《华尔街日报》称之为“糟糕的立法篇”，很快，许多宾夕法尼亚公司就很明显地赞同这个说法。1990年10月15日，99个公司——这个州近33%的上市公司——决定退出至少一部分法案规定。超过61%的在宾夕法尼亚上市的财富500强宣布退出，同样，超过56%的标准普尔500指数也这么做。对宾夕法尼亚第36号法案的出逃是如此的强烈，以至于一个《Philadelphia Inquirer》编辑写道：“事情变得很清楚，这些法律上的商业规定并没有使该州的商业利益最大化，但是保护了Armstrong世界公司有限公司和其他一些公司面临的接管。”富兰克林电子出版公司的发言人申明，董事会“相信宾夕法尼亚的法律同基本的美国公司民主原则和个人财产权利相违背”。

市场也对此表示赞同。华盛顿大学商学院的乔纳森·M·卡波夫和保罗·M·马拉蒂斯特发现，从1989年10月12日（第一个国家法案新闻专线报道开通的日子）到1990年1月12日（法案在宾夕法尼亚议院被提起的时候），在宾夕法尼亚上市的公司股份以低于S & P 500的平均水平5.8个百分点的方式在运营。由威尔希尔所做的另一个研究，和宾夕法尼亚反接管法令规定相关，证明在这里上市的公司股票价格下降4%[8]。

“公司利益最大化”和“股东利益最大化”一样吗？它们什么时候不同？谁定义竞争利润？谁决定如何使它们达到均衡？出于什么目的？在讨论公司是什么的过程中考虑这些问题。假如你把公司看作一个“虚构的人”，答案会有什么不同？假设变为一组“合约的集

合”，答案会是什么呢？

一些学者已经发展了他们所谓的“伦理合约”。伦理合约基于执法者和其他利益相关者之间更传统、更易操作的合约模型。它假设任何执法者的合法性都只有通过与其他利益相关者关系的相互作用才能维持。执法者和雇员的外部合法性必须由个人伦理和更广泛的公司社会伦理来维持并控制。个人伦理通过良心来运作。公司和社会的伦理通过内部的和外部的审查系统来运作，它们每一个都有强制机制。总之，这些伦理巩固了雇员和企业间的“公司合约”[9]。

假如你签订了一个公司和社区间的“伦理合约”，你想在其中包含什么样的实际性的、程序性的规定？你的强化机制是什么？你对修改的规定有何意见？

看起来，最重要的意义在于把长期股东，跟大多数机构投资者一样，作为利益的最终分配者。这就使得所有其他利益在保证长期利益最大化目标的过程中得到考虑。但是，对股东没有一个清楚的、直接的和强制的受托义务，证明公司结构合理的合约就不可避免地会遭到破坏。

我们相信，认为公司功能有“相关者”或“托管人”作用的论断是不恰当的。困难足以决定基于股东价值这个目标的公司战略能否成功。当我们增加其他目标时，就不可能实现上述目的。没有一个标准或公式可以测定今天的活动对明天价值的影响。评价公司业绩成功的惟一办法就是考虑那些最直接、最广泛的——在业绩结果中得到利益——股东。它是一个有效的问责制问题（代理成本）。只有所有者才有提醒自己并强化标准的积极性，可以论证这个标准是公共利益的代理人。正如爱德华·梅森所说：

假如资产净值不是利润而是企业目标，私有和公有的传统差别就会消失。假如资产净值是主要的目的，那么就可以问，为什么适时地建立公共威信比没有作为净资产分配方式的永续公司管理得好？于是就有这些，包括《财富》杂志的编辑们，寻找以平等的方式看待所有相关者的长期经营利益最大化的人们。但是时至今日，没有人能够成功找到复原中世纪“公平价格”的现代逻辑原理[10]。

好公司和坏公司？

我们相信我们辨别“好公司”的能力吗？我们怎样协调经济目标和社会目标？

相关案例：“好的”，“坏的”，真的

让我们以几个做出经济决策而带来不利（有争议的）的社会后果的公司例子作为开始吧。第一个相关案例是一个真实的例子。剩下的是理论上的，但是来源于真实例子。

• 二战以后的几十年里，伟大的发明家埃德温·兰德，Polaroid 公司的主席，主持了一个又一个项目来提高公众福利——开创了由工作组来决定工作特征、禁止职业歧视、在贫困地区开办工厂、发展新技术的方法。在 20 世纪 60 年代后期，Polaroid 公司生产的最通用的产品是照片辨别卡。在很多

时候，这是一项有用的技术。但是当发现Polaroid的照片身份辨别机器是加强南非种族隔离法律的关键技术时，就出现了争议。是不是Polaroid公司一下子就突然变成一个坏公司了呢？

• 化工厂遵守了所有现行的处理废物的法律，把大多数垃圾都用垃圾掩埋法埋在高技术的大坑里。20年后，在垃圾堆旁边建起来的社区出现了高癌症患病率和出生缺陷率的现象。这个化工公司是个坏公司吗？

• 在竞争非常激烈的市场中，一个小型制造厂的律师这样宣传道，它没有符合国家环境标准。公司遵守环境标准的成本将占用公司本年的所有利润并且还会提高公司产品的成本，其竞争者没有一个满足这一标准的费用，经营利润很低，公司决定不遵守。这个公司是坏公司吗？他们决定把他们的有害材料给废物处理公司而不是遵守环境标准，但是这样并不昂贵。跟继续破坏他们自己的标准比起来，这是一个更好还是更坏的解决方案呢？

• 一个看来比较自由的报业公司经常发表激烈的正面环境社论。它用的印刷纸来自美国以外其他国家，比美国便宜，因此，印刷商不必遵守美国的环境法律。这家报纸公司是个坏企业吗？这个造纸公司在和一个坏企业做生意吗？

这些就是为了经济利益做出有争议的反社会利益决策的企业。让我们看一些为了社会而做出非经济决策的例子。

• 在1919年划时代的一件事，就是道奇公司诉福特汽车公司案件中，一个密歇根州法院命令亨利·福特支付股息给它的股东[9]。这个例子出现在福特公司终止支付一个1 000万美元的特殊年息，而道奇兄弟上诉的时候。在那时，亨利·福特拥有将近60%的公司股份，而道奇兄弟拥有10%。

福特汽车公司有很多剩余资本，公司支付股息也没有困难。但是，亨利·福特宣布他需要钱进行扩张（他计划建第二个工厂），并且他希望这种增长是以顾客支付高价的方式得到的。实际上，因为时遇困难，福特降低了汽车价格。福特认为股东已经挣足了钱，帮助工人走出消沉最重要（一些人认为福特的原因并不是这样无私的：他知道道奇兄弟计划加入汽车制造，并且他不想通过支付股息来为他们的扩张提供资金）。

密歇根州最高法院提醒他对股东的职责。他们认为，福特的慷慨是非常正确的，但是并不是在用他人的钱来实施慷慨的时候。法院写道："不应该有混淆……福特先生认为他和股东都服从大众的职责以及在法律上他和董事都应该抗议少数股东的职责。商业企业组织和运营主要是为了股东的利益。"和里格利在前言中关于安装电灯以便芝加哥年轻人能进行夜赛的决定比较起来，法院正确吗？

• 一连串叫作Chick－fil－A的饭店在星期天关门，其原因是管理者的宗教信仰。很明显，公司（和股东）优先于可观的收入，但是公司的任务并没有在经济条目中说明，甚至都没有提到利润。它是为了通过受我们之托的忠实干事来赞美上帝，为了对所有那些同Chick－fil－A联系的人有积极的影响。"这是个好公司吗？假如它把股份卖给公众，法院会由于那天是安息日而允许经营者决定在星期天关门吗？"

• 一个上市石油公司为CEO的收藏花费1亿美元建一个艺术博物馆（见本书第六章石油事故案例）。这笔花费是为了谁的利益？

有时经济和社会目标间的冲突更加复杂。

• 一个在南非有营利业务的石油公司在把其雇员的平等权利提高到最高标准时非常小心，这样就使工作和工资对南非黑人来说是可接受的，而对其他地方的人们来说是不可接受的。公司受到来自部分股东要求撤回所有南非企业投资的压力，尽管卖掉分公司对公司来说可能不经济，并可能导致黑人雇员不像在成功老板那里一样努力地工作。

• 一个大型食品公司对“家庭计划”部门进行了多次的6位数的慈善捐赠。雇员、股东和客户都想终止这种捐赠，于是公司就将其取消了。公司就和意在取消捐赠的雇员、股东以及顾客有了对抗，并要求企业继续支持“家庭计划”部门。在几年开一次的年会上，讨论这个问题的时间超过了其他任何事情。谁来做出决定？

另一个证明用社会测试公司业绩有很多困难的例子就是Stride Rite公司，一个以出色的企业公民声誉而自豪的公司。《华尔街日报》写道：“在过去的3年中，Stride Rite公司已经收到14个公共服务奖品，包括来自东北大学的国家妇女政治会议、东北人力资源协会以及哈佛大学的，赞扬它提高了它所在社区和州的生活质量。”[2]然而，Stride Rite公司不得不把它制鞋的工作移到波斯顿的贫民窟以外，实际上在美国以外的其他国家的雇员成本会更低。

把工作移出落后的地区是社会责任？假如它意味着破产的话，留在这些地区才是社会责任？

前任主席，阿诺德·希亚特，希望（或被看作）Stride Rite公司成为社会责任资本的领头人。他热情地支持联结公司和社会责任的杰斐逊学派观点。当Stride Rite其他54个公司组成社会责任商业团队时，他说，“假如你是正面意义的商业，你也应该关心城市中这样的工作以及生活在贫困线以下的3 800万美国人……对于你能呆在这个城市的范围，我想你应该……假如它是你的商业的代价，我想你不能忘记你的主要责任是对你的股东负责。”[3]

对于这个结论的理由，让我们把“社会判断”定义为有利于社会目标和利益最大化的外在转换。

我们希望公司领导在什么范围里运用社会判断？他们做出影响公共利益的决定的权利是什么？谁选择他们做什么？他们应该为谁负责？

道格·班都，里根的前任助手，提出了一个来自供应方的观点：

公司是为特殊目的而组建的特殊机构。它们只是众多不同社会中不同组织的一种企业形式。教堂存在就是为了帮助人们在社区中完成他们对上帝的责任。政府建立最根本就是为了阻止人们损害他人的权利。慈善机构的建立就是为了做好事。社区协会是为了提升每个人的分享目标。商业建立起来产生满足人们需要和希望的利益。

然而商业不应该服务于社会吗？应该，但是最好的办法是以一个有效的方式满足人们的需要……这是否意味着除了挣钱外就没有责任？当然不是，就跟个人有除挣钱外还有其他义务一样。但是，尽管企业有尊重他人权利的责任，它们却处在没有责任增加他人利益的环境中。差别是很重要的[4]。

班都还认为，提升其他目标（支持慈善机构、对污染控制或雇员利益实行严格的管理或行业标

准）是可以的，假如它促进企业的金融福利（所有以上的东西都可以产生雇员和顾客的忠诚）或假如股东了解（并可能因此而同意）这个活动的话。他用了一个牛仔厂商 Levi Straus 的例子，这个公司告诉其股东，当它上市后，它会继续对慈善事业的慷慨支持。对另一个慈善捐赠的方式，考虑一下沃伦·巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司。每个股东指派一个慈善机构，并且巴菲特对那个机构进行捐赠，跟股东所持股份成比例。尽管对这种方式可能对有“短期投资目的”的机构投资者的公司来说不合适，但是巴菲特相信它是公司捐赠更原则化的途径。

> 正如我不愿意你根据你的个人判断将我的银行账户上的钱划给慈善机构一样，我觉得根据我的选择在你的公司“银行账户”上把钱划给慈善机构同样是不合适的……我很高兴伯克希尔的捐赠能够由所有者决定。这很容易理解，具有讽刺意味的是，大的并正在成长的企业有慈善政策，政策与雇员生产的利益相匹配（并且——由于这个而使自己振作起来——很多甚至和董事产生的利益相匹配），但是据我所知，没有一个和所有者相匹配的慈善捐赠计划[5]。
>
> 俄亥俄州的国会议员保罗·吉尔摩负责一个立法提案，这要求公司披露其慈善捐赠情况，这源于对利益的冲突导致的不公正捐赠可能对股东不利的考虑。道格拉斯·L·福斯，Nuevo Energy 公司的主席兼 CEO，同意联邦政府的观点：“三件事需要对股东公开：公司的捐赠原则、慈善捐赠的最高限额和对由于这些慈善捐赠导致的任何潜在冲突的叙述。”他称其观点为慈善捐赠是“公司目的的一部分”。他说：“我相信我们在这些社区里的捐赠确保它们对我们雇员的工作、生活和养活家庭仍然有吸引力。我[也]把我们公司的捐赠看作长长的雇员利益清单中的一个。我们的雇员在知道我们公司在那些对他们和公司都很重要的事情上花钱后会以此为荣的。”

均衡：Cadbury 范例

公司必须平衡许多矛盾的考虑——长期和短期的获利概念、现金和会计价值的概念、民主和集中和像我们在第一本书中提到的“权利和义务”。

公司复杂的均衡已经被阿德里安·卡德伯里爵士描述得尤为清楚，遵从在他出生前——阿德里安·卡德伯里爵士的爷爷拒绝在南非反布尔战中为英国军队提供卡德伯里巧克力这个延续了两代的传统。

根据他在英国的基础，阿德里安爵士提供了关注公司治理的世界级领导能力和指导方法。他已成为著名的成功 CEO，然后是吉百利史威士公司的主席，IBM 欧洲公司和英格兰银行的非执行董事，Cadbury 委员会的主席，他们在 1992 年发表了对英国的治理方针（见本书附录）。

在其一流的研究《公司董事长》中，卡德伯里把公司中的责任看成是多层次的：

> 在实践中，区分公司责任的三个层次是可能的。公司必须完成的首要责任是对股东、雇员、客户、供应商和债权人的物质义务和缴税以及完成法定义务。竞争和法律要求公司达到这些标准，后者的定义和衡量是比较宽松的。
>
> 责任的下一个层次是关注企业开展其主要业务活动的直接结果，包括获得最多的人力资源和避免环境破坏……在这两个层次之外，有一个没有被很好定义的责任范畴，它包括商业和社会在更广泛意义上的相互关系。企业对保持其所在社会的结构有多大的责任和企业应该在什么

程度上反映社会优先权而不是自己的商业优先权?[56]

我们怎样确定卡德伯里问题的答案?谁应该负责回答它?

相关案例:强生公司(Johnson & Johnson)[57]

市场信心价值几何?企业应该怎样投资来获得并保持这种信心?在信心被动摇时,企业应该怎样反应?

强生公司的 Tylenol 产品面临过两个危机,第一个在 1982 年,第二个仅在 4 年之后。这种情景显示了企业对几乎马上就要蒸发掉的客户信心能够有什么样的反应,这种信心是通过告诉公众公司更关心安全而不是利润来证明的。

1982 年,7 个人在服用了被污染的 Tylenol 后死亡。这种产品的一个品种以胶囊形式销售,胶囊容易被打开。很明显,在它们离开强生公司后,毒素已经进入了胶囊。产品销量直线下落。强生公司召回了他们所有的 Tylenol 胶囊并介绍新的“抗损坏”包装产品,这样顾客在购买之前可以知道瓶是否已经被打开。尽管原始销售量下跌,但是公司能够重新获得市场份额。1986 年 Tylenol 已经重新获得 15 亿美元的非处方镇痛剂市场 35 %的份额,和在 1982 年危机前的产品份额一样大。Tylenol 是强生公司最有利润的单个品牌,在 1985 年实现税收 5.25 亿美元。胶囊大概占 1/3。1986 年 2 月,当一个纽约妇女死于服用了含有氰化物的 Tylenol 变得人人皆知时,这些恢复的税收受到威胁。在第二瓶成人用胶囊在 Westchester 村被发现有同样情况时,事故变得更加严重。

强生公司面临的问题是这些:公司是否应该启动另一个全新的攻势来消除顾客的恐惧,或者公司能否用药性破坏力小些的标准蒙混过关?一瓶在纽约郊区被污染的药是否可以导致全国范围内的药物召回?依照《纽约时报》,主席詹姆斯·E·伯克的目标,是“在什么对顾客有利和什么对强生公司有利”间寻找一种均衡。

强生公司实际上招回了全国所有的 Tylenol 胶囊,并用新的“囊片”替代了它们。这是在表面涂上一层的药片,更不容易被污染。整个召回——这耗费公司股东 1.5 亿美元的成本,或者说是强生公司 1985 年收入的 1/4——在 14 个州禁止销售 Tylenol 的情况下是有必要的,因此出现了和 1982 年危机一样的销售额下降。

在一次和《纽约时报》的会见中,詹姆斯·伯克认为公司的决策制定有争议并且很激进。他说讨论的特征是“叫喊和尖叫”。一些执行董事反对召回和停止胶囊生产。其他人认为在一个小镇的偶然事故不值得进行全国性的运动。

召回胶囊的决策造成强生公司的股票价格在 Westchester 妇女死亡后的几天内下降了 4 美元。

公司开始了一个巨大的由詹姆斯·伯克亲自领导的保护 Tylenol 产品的公众运动。公司召开了三个新闻发布会,伯克多次在电视中露面,包括一次在“ Donahue ”节目上。

强生公司遵守了公司客户或股东的利益了吗?这些利益相互排斥到什么程度?它们相关到什么程度?

测度价值增加

正如我们在这本书中写到的那样,衡量公司的业绩必须是创造的价值。假如确定当前决策

对未来价值将产生什么影响是不可能的话，决定过去决策所产生的影响就不会很容易。

有很多测量公司价值的方法。尽管对测量的全面描述能够很容易地写满几本书，但是现阶段找出一个对一些最流行的测量方法正面和反面的简短描述才是有用的。为了继续讨论公司治理问题，我们通过两个问题来检验这些测量方法：（1）它们每一个对公司治理指导企业的三个主要方面的贡献（或每一个怎样干涉）是什么？（2）谁有权决定什么时候运用哪种测量方法？

通用会计准则（GAAP）

当然，我们以通用会计准则（GAAP）开始。读者应该注意到这里使用的是“通用”这个词，而不是“保证准确”。

GAAP是一种语言，通过它，公司的资产和负债被记在平衡表中，并且它们的作用在收入综述中得到申明。会计以数字的形式反映当前的业绩；通过对一套固定数字技术的综合使用，会计人员能够准确地描述企业长期的经营情况。

会计规则非常重要，因为证券交易委员会（SEC）、纽约证券交易所（NYSE）和其他管理单位要求公司拥有“认证财务证明”。这些规则的目的是保证披露的内容（假如以最小化方式的话）。他们一般是在一段时间里对那些对公司有用的东西测量一次。但是要记住，通用会计原则的解释有足够的灵活性和空间，以允许会计师事务所通过提供更有创造性的方式相互竞争以及许多客户都会放弃那种租用企业的创造性只为自己服务的会计师事务所，这两点非常重要。实际上，会计是一种商业，一个竞争的行业，并且它的一个特征是为客户难题寻找解决方案。一个会计师事务所的收费不是收入，而是另一个会计师事务所盈利的耗损。由于这个原因，数字可能就不是外部评价者所希望的“事实”。

把会计看作为像世界语一样的外语发现是最好的——足以用来在文化间进行沟通，但是在日常商业业务中并不十分有用。例如，会计总是难以处理通货膨胀。“名义上的”或实际的资产价值和其市场价值相差甚远。许多和企业利润收益率紧密相连的条目并没有在资产负债表上反映：放弃石油勘探的价值、商标的价值和通过家族名义发起的新的投资的“潜力”。会计标准成立于实物资产是最重要的资产的时候，如机器，它们并不反映“人力资本”价值。

但是会计标准的真正问题在于：因其得到普遍认可，所以表面现象也就变成了事实。测量的新方式很少有概念或被使用。但是，现存标准又经常显得不客观并且没有太大意义。例如，“收入”是市场中价值的一个重要组成元素，然而实际情况是，会计说收入是多少就是多少。收入是主观处理的。它更多的是法律和一些应该适当的做法，却远离了它所能被接受的范围的东西。“管理收入”的整个概念有矛盾修饰法的意思。证券交易委员会（SEC）的委员诺曼·约翰逊在1999年关于管理收入压力的演讲中说道：

> 基本上，公司可能为管理收入而努力有很多原因。但是，也许最重要的原因是管理者要达到分析家分析的收入计划的压力。市场对公司没有达到分析家的期望的惩罚是非常严厉的。最近把股票期权强调为执行补偿的关键要素，这也对管理者达到收入期望施加了很大的压力。达到分析家估计的压力和补偿基准都增加了对管理者“捏造”数字的诱惑。审计师当然想保持其

客户，因此并不阻止那些在压力下屈服于诱惑的公司……

所有遵守金融法规的人都了解明显的财务欺骗，在很多著名的上市公司中，经常包括上千万美元的制造收入或“管理收入”。尽管问题不是新的，但是它以恼人的频率不断发生。几乎每个星期都有一个大企业重复过去的结果。有很多公司使用可疑的手段管理他们的收入，包括这样的美言：“再造”重构了费用、创造性的会计收入、“小变化震动了库存”、“非故意地”错误使用会计原则和收入预期的公认。这些技术的名字可能很有趣，但是实际上它们一点也不有趣。

以会计“再造”为例。当一个公司决定在年度末它必须做出一次性的“费用重构”时，这就会成为事实。费用并不是相对当前的收入来评估的，它是通过累计风险收入来评估的。这种技术十分流行，以至于证券交易委员会首席会计师报告到，在1998年的第一季度，公司的销账，作为标准普尔500指数股票索引的每股收入的一定百分比，占了报告收入的11%，这是在近10年里最高的水平。沃伦·巴菲特在伯克希尔·哈撒韦公司的年度报告中写到，财富500强在1997年总收入为3 240亿美元。他把这个同巴尔蒂莫的R.G.Associates公司的报告做了比较，这个报告认为这些条目的总费用，如资产记录、重构和IP研发费用，在1998年总计达到863亿美元之多。

这有飘飘欲仙的感觉。假如你清楚会计收入不是经济收入的话，数字就更有意义。假设一个在过去5年里每年每股赢利10美元的公司；而在第六年，公司决定进行每股75美元的费用重构。在这6年期间，公司从会计手法中获利。每年它有10美元的收入，追溯的“费用重构”不能影响对已经过去的5年的看法。此外，因为是费用重构，它并不改变在第六年里所报告的“正在进行的业务收入”，我们说的是每股10美元。因此，公司在6年期间发生了亏损，然而每个年度报告却在报告时显示有利润。这种把戏在新的CEO中尤其流行，因为假如不是一个干净的底子的话，它能够让他们以一个干净的底子开始。

会计标准就像是一个迷宫，通过它来达到某些目的。就像“成本”这样简单的概念就有很多不同的解释方法。假如CEO是一个想表现出平稳进步的老手，成本可能以一种方式进行报告；假如他是一个通过新报告收入进行补偿的重构者，成本可能就以另一种方式进行计算；假如他是一个以“成本加价”一定百分比被并购的自卫企业的高级管理者，成本又可能以另一种方式计算。

考虑Westignhouse公司的情形，在1993年，它在过去7年中进行了6次费用重构。结果“业务收入”数字就毫无意义；大多数分析家不承认公司的数字，并开发了他们自己的对Westinghouse业务的计算方法。

在许多例子中，会计协定对公司决策有实质的影响。例如，在20世纪80年代后期，Westinghouse决定充分扩展其金融业务的不动产。为了激励执行者，他们想出了能产生提高净资产回报率积极性的补偿方法。执行者被大大地激励了，以至于他们戏剧性地通过最快的方式——借款来提高净资产回报率。这个杠杆作用增加了底线收入（因此还有补偿）。每一个人都为之高兴，直到Westinghouse被新的债务所淹没。当实际不动产的许诺被粗略估计时，整个公司（不仅是实际不动产部分）都快要破产了——都是因为激发销售人员积极性的会计公式。

相关案例：西尔斯汽车

在1992年夏天，加利福尼亚消费者事务部门对西尔斯，罗巴克汽车修理公司进行了一系列的秘密调查。他们发现有人对不必要的修理费做过系统地修改和对业绩进行过调整。在新泽西进行的相似操作得到了同样的结论。加利福尼亚消费者管理局要求关闭在本州的所有72家汽车商店。假如关闭被强制执行了的话，西尔斯将损失2亿美元的年度收入，并且3 000个雇员将失业。西尔斯用20万美元建立研究全国性的汽车失职基金来解决新泽西的指控。起码把与这种欺骗相关的很多标准行为都记录在案。最后，汽车商店，西尔斯最有利润的业务，在丑闻之后的一个月里销售量下降了15%。

在对危机做出的反应中，西尔斯谴责了其汽车部门的补偿活动。在1990年初，西尔斯不再以小时支付其汽车工人工资，而是规定他们在每一班中进行一定数量的修理。机械师和修理工以轮班工作的佣金方式得到工资。换句话说，雇员就有动机去承担比平时更多的昂贵的修理任务。对商店的抱怨在使用新的佣金方式那年上升了29%，下一年接着上升了27%，导致了消费者管理局的调查。

西尔斯的主席兼CEO，爱德华·布雷南在一个发布会上承认激励方案“营造了发生错误的环境”。

相关案例：绿树公司的财务

绿树公司的CEO劳伦斯·科斯有一个年度补偿模式，不是努力关注股票价格业绩或公司的特别财务目标，这在高风险抵押中是专业化的，科斯得到了一定百分比的公司利润。因此，也许这并不奇怪，公司在它的利润报告和记录贷款回报率上用了非常激进的会计技术，尽管这些贷款都没有拖欠。讽刺的是，问题不是拖欠而是先付。在持续几年出色的业绩后，科斯在1997年不得不宣布收入将减少1.9亿美元，并且公司将追溯地减少1996年2亿美元的税前收入。因为该公司1996年的奖金是基于税前利润的，1997年的宣布迫使他返回其工资发放日1.02亿美元中的大约4 000万美元。

不同国家的会计实践产生了一些奇异的结果。直到最近在美国，从收购中产生的“善意”方法——就是买方价格高于实际价格的程度——不能消耗企业的现有收入[8]。在英国，从收购中产生的善意是可以分批偿还的。因此，布卢·阿罗公司丑闻，包括小英国公司收购更大的美国公司，它和其他潜在的无法与之竞争的美国公司有着良好的关系。布卢·阿罗公司能够承担那些可以在其资产负债表中隐藏一年的债务；相比之下，美国企业不得不承受对其利润的打击。正如约翰·杰伊在《Sunday Telegraph》中写到的一样：“感谢美国和英国会计制度在对待善意收购上的不同，美国白人爵士不存在这样的问题，并且弗罗姆斯坦[Manpower公司的CEO]减少了使用一些毒丸收购政策的想法或对和平的请求。”[9]武断的会计准则因此产生了浪费的经济决策。

对估计股票期权价值的最好方法的长期争论，就是对大量和公司治理相关问题的最好表现，包括管理者工资和对业绩及价值的衡量，以及企业、股东、政府、新闻和社区在解决这些问题中的关系。

相关案例：FASB对股票期权的处理

股票期权就是一种在一定时期以一定价格购买公司股票的权利。这通常意味着管理者获得在10

年期间以今天的交易价格购买公司股票的权利。假如股票在那个时期上涨了，管理者能够以股票交易价格“兑现”增加部分。

股票期权通常是上百万美元的报酬。例如，在1999年，迪斯尼公司的CEO迈克尔·艾斯纳拿回家5.756亿美元，大多数都是期权所得。

股票期权在20世纪60年代开始变得流行起来，作为结合雇员补偿和股东利益的一种方式和动机。在那个时候，3万美元的期权回报就被认为是巨额收入了。期权在20世纪80年代和90年代变得更加流行，当时在市场上一次性获得的巨大收入使公司执行者能够极速地增加他们的报酬，而把这个称作为他们的报酬与业绩联系在一起，获得成百上千、甚至是数百万美元，都变得很普遍。股票期权提供了一个独立的会计优势。它们不耗费收入，是免税的。换句话说，公司可以不把股票期权记录为收入耗费情况下发行的股票期权，但是同时，却扣除了交给联邦政府的税收成本。

因此，在公司支付给CEO现金时，报酬被看作为一种费用：它是从公司收入中扣除的，公司认为那种费用是免税的。但是CEO使用期权时——假如有1万股，每股15美元——以35美元一股的价格卖掉，公司一般在其收入上没有任何费用。然而公司可能扣除20万美元（15美元和35美元，有1万股时的差距）作为商业费用。

当这些异常吸引了新闻、股东和议会时，解决它的部门是FASB（财务会计标准部门），它负责设计美国企业的会计标准。FASB不是一个独立的组织，但是证券交易委员会在发布会计准则时推荐它到会计中。

通过FASB，公司经理和会计人员能够自我控制。那就是，FASB（由一群理事组成，降低了管理等级和会计专业性）发布会计准则，并且私人部门愿意遵守它们。历史上，议会从不对会计实践立法，因为它是一个政策事务，政治不应该影响会计原则的确定。但是，从发布期权的会计原则到目前为止，至少已经有两次提出了相反意见，认为这种做法的独立性受到威胁。当FASB忙于这种异常并要求公司的财务报告反映期权价值时，两个美国参议员发布了相互冲突的提议，这使得国会第一次为会计准则立法。来自高技术公司的政治压力是巨大的。

把价值附加于期权上是很困难的，因为价值取决于在未来会发生什么，而我们所有的证据只是说明过去发生了什么。期权只有在股价上涨的情况下（还有上涨程度）才有价值。假如股票在期权保证期价值下降，期权就毫无意义。因此，假如公司给其CEO10万股的期权，这个保证可能是在10年里价值数百万美元或什么也不是。价值由那个时期股票的业绩决定。

这是FASB面临的难题：你怎样计算那些不确定的价值？很明显，准确预测10年间股票上涨和下跌是不可能的，因为我们不知道价值是什么，但是这并不意味着它没有价值。在未来以固定价格购买股票的权利显然有价值，我们能够通过各种知晓的因素对期权当前价值做一个原则性的猜测——股票的历史业绩、它的挥发性和公司收入估计——以至成为一个期权价格模型。这种模型对期权到底值多少提供一种估计的方法，尽管和事实差得很远。两个被广泛接受的公式是由财务经济学家费希尔·布莱克和迈伦·斯科尔斯在20世纪70年代初期发明的布莱克—斯科尔斯模型和二项式定价模型。

FASB面前的问题是，是否应该要求企业把期权价格模型作为支付收入期权成本的基础。假如公司发行10万股期权给其CEO，它应该给出期权的估计价值，并将总和作为债务记入资产负债表吗？

期权的会计问题不是新问题。FASB在1984年第一次建议期权成本从收入中扣除，但是美国公司的反映很剧烈，以至于FASB为之屈服。8年之后，他们发现争论转了180度——FASB由于其行动迟缓而遭到批评。

再一次，商业团体反对会计准则的可能变化。商业领导认为资产负债表应该记录已知的成本和费用，不应该记录一个在未来一年里可能或不可能成为公司成本的估计。用期权广泛补偿成千上万的雇员的企业抱怨他们不会再对他们的保证如此慷慨。新兴企业认为期权是补偿关键雇员的重要方式，当没有足够的现金支付日常薪水和奖金时，他们注意到期权会计将延长他们破产的时间。最终，约瑟夫·利伯曼（D－Connecticut）发起了一个反对FASB规则变化的倡议，在1994年5月以88票比9票得到通过。

当FASB想让公司重新为期权定价而破费时，在1999年再次面临股票会计期权的争议。也许前一次战斗仍然有刺痛，FASB决定制定一种解释，而不是修改。一旦期权被重新定价（例如，原来使用的价格太低了），期权必须作为“可变计划”来考虑，为何股票价格后来的上升必须被记为收入费用，直到期权兑现。FASB想让公司知道，他们正在通过重新确定期权价格来增加雇员价值。由于公司团体的反对，尤其是高技术团体，FASB在2000年3月发布了新规则。

市场价值

《财富》杂志对全国的（在随后几年是全球的）公司按其规模进行了先进的、完善的年度排名，他们通过销售额、净收入和——最重要的——其净资产的市场价值来计算规模。世界上最大的公司是什么？依照财富，它是最值钱的公司。长期以来被认为是“财富100强”或“财富500强”就是一种荣誉的象征。但是，这是变化的。

市场价值有统计利润，但是究竟对谁才真正有意义？在市场上，公司的公共估价有独立的价值，因为这是惟一一个不能被操纵的判断，至少不会被长期操纵。价值的不同概念基于像每股收益、账面价值、投资资本回报率和那些有很大自由性，却没有多少意义的会计准则的概念。但是，市场价值独立的事实并没有让它完全准确。公平市场价值没有告诉你关于企业值多少的任何信息，仅仅是感觉上值多少。

我们都很熟悉荷兰人对郁金香的狂热和“人群的流行错觉和疯狂”。公众能够在刻板的回顾中评价公司，例子包括在20世纪60年代的集团企业，70年代早期的“漂亮的对半持股”和90年代的高技术公司的巨大亏损。公司能够控制的股份在市场中的价格越高，通过净资产出售在未来获得资本的能力就越大；但是，就算是高额的当前市场价值也不能保证其在未来的不下降。前面所有的好计划必须提供这种保障。

集团企业面临着自由市场竞争传统概念的特殊障碍，在以下相关案例中有所表现。

相关案例：主题公园大战

六旗（Six Flags）主题公园开始了一个激烈的广告运动，强调其相对于迪斯尼乐园的主要优势：其地理位置上的便利。广告传递的信息是人们能够去六旗公园度过一个愉快的时光，而不是仍然待在家里喂狗。两个主题公园都是通过巨大的集团企业成立的，六旗是由Time Warner公司支持的，当然迪斯尼乐园是由迪斯尼公司支持的。例如，迪斯尼不把其广告拿来针对六旗公司，假如说他们的公园更有吸引力；他们却针对六旗的母公司Time Warner公司，取消了在Time Warner公司出版物上的广告，并要挟退出联合的影视发行风险投资。

这种反应对竞争和市场效率的影响是什么？

最终，重要的是公司继续获得投入，拥有在赢利食品和服务生产上的必要资本，这些产品能够以赢利的方式卖出，并且没有对此进行很好的监督。比公司价值更重要的，它测量（不完全地）今天的价值，是公司的健康，这能预言明天的价值。

每股收益

“能获得意外的收获不比今年每股收益增加 5 %或 10 %更重要吗？”

小福利德海姆（Cyrus F. Freidheim, Jr.）是 Booz - Allen & Hamilton 管理咨询公司的副主席，在由西北大学凯洛格管理研究生院发起的公司治理会议上进行了煽动性的演讲[6]。承认有“很多 CEO 在补偿战斗中获胜（通过发现具体的业绩公式），但他们的公司却在竞争中失败”，他继续攻击流行的测量工具，每股盈利，重复对 20 世纪 80 年代领袖评价的批评，像西北大学的阿尔弗雷德·拉帕波特（现在和 Lek/Aclar 在一起）和纽约斯特恩·斯图尔特审计机构的乔斯特恩等人。小福利德海姆认为每股盈利有简单和清晰的优势，但是在判断企业健康时却是一个有问题的价值，因为它太容易受操纵的影响了。每股盈利能够通过清算特许权，重构和削弱资产负债表，玩“兼并、可变证券、改变协定等会计游戏，它们没有一个能够提高企业价值！”来提高。小福利德海姆同样怀疑“‘R’——ROI, ROE, ROCE, ROA, ROS, ROT 这些指标。它们在管理企业中都有用……但是每一个假如作为测量方法来使用的话，都与业绩无关”。

用股价作为测量工具太强调短期利润了，小福利德海姆说：

我们规定假如企业使其产业、收益率和长期竞争力都增加的话，股东投资回报最大化。

我们现在在评价 CEO 和企业业绩中减少这些以形成一种结构。业绩等于：

- 建立特权，并且
- 实现长期财务结果和实力……

需要测量的三个财务类别：

- 收入；
- 财务基础的增长；
- 财务实力。

在测量收入中，我们假如不用每股盈利，那该使用什么？我们应该选择能够反映 CEO 在使用所有公司资本时的效率而没有会计改变的模糊效果这样的因素……这就产生了我们所想要的：现金。

最好的可能是投资现金流……第二个财务测量方法是在分红前净资产的净增长……最后一个财务测量方法集中在财务实力上……资产负债表。

下面是可口可乐 CEO，罗伯特·戈兹祖塔的花絮：“拥有最大现金流者胜。”

EVA：经济附加值

1993 年《财富》杂志的一个封面故事，叫做 EVA（经济附加值），“当前最热的财务观点正在变得更加热门”。封面的头行说 EVA 是“创造财富的真正方法……美国电话电报公司主席罗伯特·艾伦和其他很多人用它产生股东财富”。斯特恩·斯图尔特，《财富》称之为 EVA“最杰出使用者”，说“相当简单，EVA 是对扣除资本成本后真实‘经济’利润的估计方法”。EVA 一般被定义为（ATOP - WACC）× TC（ATOP 是税后业务利润，WACC 是加权资本平均成本，TC 是总资本）。但是，不能简化为一个简单公式。正如《Ernst & Young》的专家大卫·汉德隆（基于华盛顿特区）在一个会见中告诉我们那样：“使用 EVA 方式的公司与公司之间差别很大，所以每个公司应该非常仔细地裁剪它以适合自己的环境。”例如，依照它自身的规章制度。

> 斯特恩·斯图尔特已经识别出在 GAAP 收入和资产负债表中的 160 多个潜在调整，例如在存货成本、贬值、坏账储备、重构费用和善意收购分期付款等方面。但是，在精确配平简单因素中，我们建议多数客户只做 5 个到 15 个调整。在祝每一个客户具体情况 EVA 用户化时，我们帮助辨别这些能够提高准确性和业绩的调整。基本的测试是“变化是具体的，数据已经可用，变化对沟通非财务经理来说很简单，并且，最重要的是变化能够以积极、成本有效的方式影响决策”。

尽管 EVA 很复杂，但是它已经变得非常普遍，被可口可乐、Premark、Sprint 和 Monsanto 这样的公司所采用。《财富》认为，股票价格和 EVA 的复合比每股收益或业务边际利润或净资产回报都好，“那是因为 EVA 表示投资者真正所关心的——他们的资本的净现金回报——而不是其他经常被会计准则的棱镜所歪曲的业绩”。并且由于执行 EVA 也包括补偿计划，所以经理不但可以了解它，而且可以感受它。

> 但是，并不是每一个人都很热情，约翰·鲍克姆和 Sibson 公司的罗杰·布罗西警告隐藏于 EVA 激励中的陷阱——价值增量取决于资本成本，假如利润率上升或下降，或假如公司改变其资本结构，价值增量能够发生实质性的变化。我们的经验表明，EVA、组织细节和客户化动机的组合显示着价值，但是三个因素中没有一个是独立的。许多单片电路公司在没有由像美国电话电报公司和 Quaker 这样的公司颁布的补充组织变化的情况下引入 EVA，结果造成新的、更复杂的“价值机构”，阻碍决策制定、不恰当地分配资本和价值破坏[61]。

一份 1998 年的工作报告比较了业务收入、剩余收入和 EVA 来判断哪一个和价值更相关。结果表明三个都提供价值信息，但是其中两个测量方法在解释相关结果时效果略佳[62]。考虑到这个批评的另一种方法是公司治理条款。不管评价公司业绩和方向的模式多么有效，它也不能独自运作。它必须运用到由那些有最多信息和最少冲突的人做出决策的组织结构中去。

人力资本："不是你所拥有的，却是你知道的"

身为律师和 Darden 商学院的缔造者，理查德·克劳福德教授在他的《人力资本时代》这本书中描述了从工业社会到"知识社会"的运动。正如经济从"标准的、实际的生产和消费分离"到"全球经济，其中心经济活动是使生产商和消费者区分更加模糊的知识服务"，主要资源从实物资本转变为人力资本。这怎样影响我们对价值的确定？GAAP 仍然假设实物资本是企业最重要的资本，尽管对人力资本的总投入超过实物资本已经有 30 年了。依据克劳福德的观点，标准会计准则没有分派价值给人力资源，尽管人力资本占美国商业所用资本的 70 %。他建议"把人力资本放到资产负债表中"，包括"非资产负债表内容的无形资产和人力资本资产"。研究对无形资产支持的增加，在华盛顿特区的布鲁金斯研究所就是研究这个问题的几个组织之一。它们的主要任务就是以小组委员会关注税收政策、SEC 和财务报告、研究和发展融资、人力资本、资本市场、智力财产和战略组织问题，寻找测量、监督和投资无形资产的更好方法。

知识资本

现行的会计系统是以公司最重要的资产是设备和财产为基础而制定的。但是，在当今的公司中，"知识资本"包括像专利权、品牌和研发这样的资产。纽约大学的巴鲁奇·列夫教授是研究努力寻找反映公司"知识资本"价值方法的领先学者之一。例如，对专利权，他建议以一项专利在其他应用中被引用了多少次来判断其价值。至于估计总的知识资本成本，他采用了年度固定化收入减去账面资产乘以他们期望的税后回报率这样一个数字。剩余就是知识资本的收入。

现金的价值

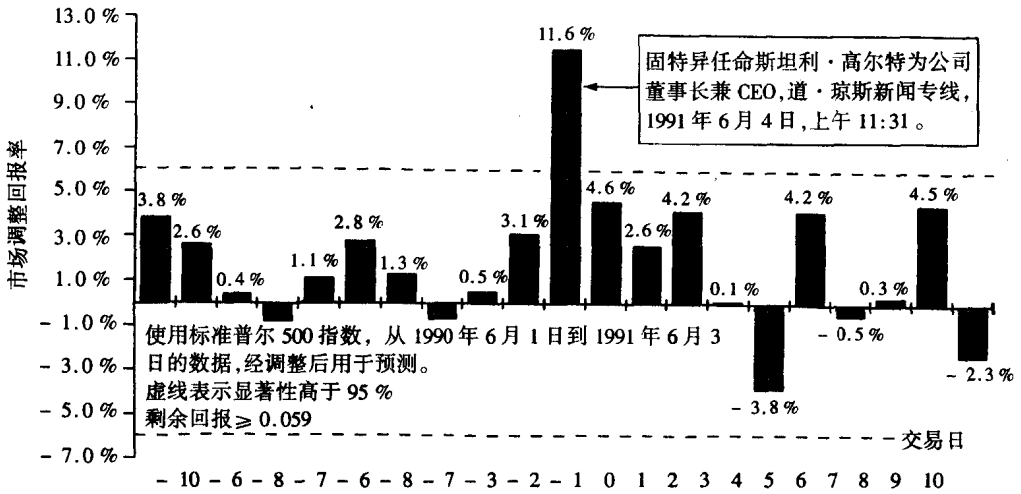
最终，公司有价值是因为分析家相信它能够从现在和未来的业务中产生一定水平的正现金流。任何对公司价值的计算都肯定基于对未来将发生什么的"猜测"。一些猜测工作通过考虑其过去业绩的实力、产品质量、在行业中的地位、技术竞争力、保持边际利润的能力和最重要的因素，如管理的情况和能力来进行。例如，当一个表现不佳的公司替换 CEO 时，市场反应可能会很积极。见图 1 - 2 至图 1 - 5 显示了当固特异和 Allied Signal 公司用公认的外部人替换表现不佳的 CEO 时，市场的反应。相似地，洛德·温斯托克在 1994 年 7 月宣布他在 CEC 的退休年龄推迟了，进而能够继续在公司呆两年，导致公司价值明显下降。

人力资源的市场评价超越了 CEO 的范围。柯达公司的市场价值在雇佣克里斯多弗·斯蒂芬后上升到 20 亿美元——从 1912 年以来，柯达公司最高等级的外部任命——却在斯蒂芬辞去职务 12 个星期之后降低了 16 亿美元。这反映出市场对公司的评价不仅依赖于公司资产的价值，而且更在于市场对管理这些资产的能力的感觉。

公司存活并成功的能力取决于获得必要资本，并以一个有竞争力的价格开展其业务的能力。不管一个公司有多著名，也不管它的产品多么令人羡慕，最终它的价值取决于是否能够以一个低于新投资增加收入的方式获得资金的能力。一些有低资本成本的人能够不断地以低于其竞争

对手的价格购买食物、建厂房和进行财务销售，企业因这一方面的增长而成功；新的进入者通过其资本成本创造了新的现实；它就变成了有竞争力的妖怪，其他企业就只有不顾实际成本与之竞争。

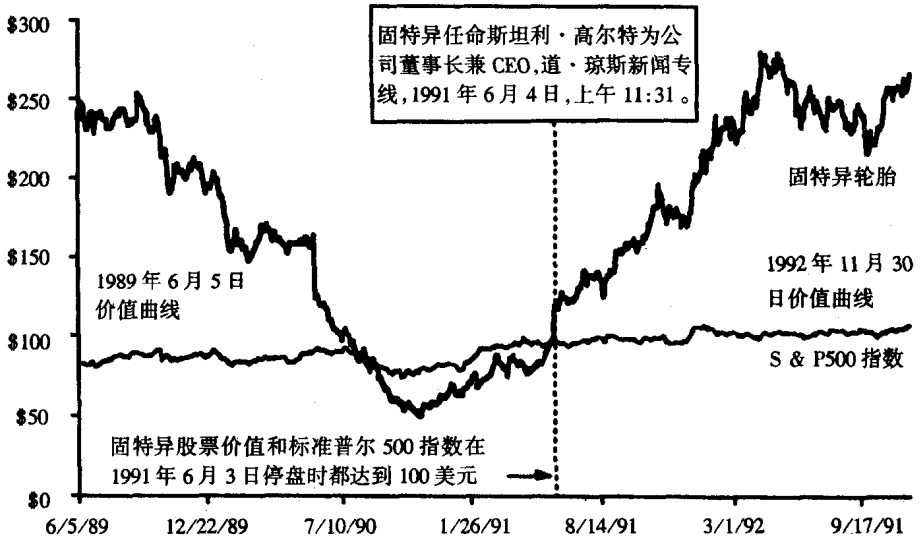
图 1 - 2　固特异轮胎 1991 年 5 月 21 日—6 月 18 日的市场调整回报率



图表来源于 Barbarians Inside the Gates，Joseph Grundfest，得到 Stanford Law Review 的允许。

来源：Compuserve 和证券价格研究中心（CRSP），芝加哥大学，日回报率图。

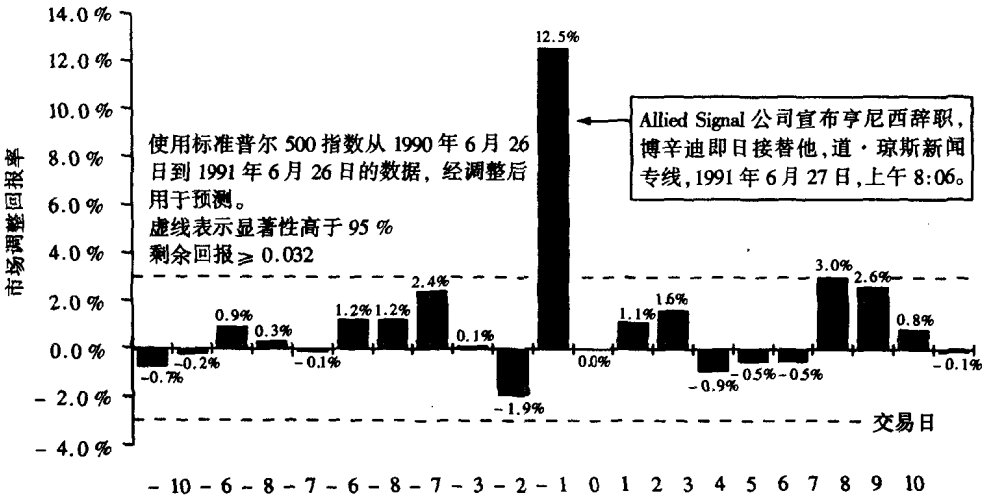
图 1 - 3　投资在固特异轮胎里的 100 美元的价值和 1991 年 6 月 3 日标准普尔 500 指数（1988 年 6 月 5 日—1992 年 12 月 30 日）



图表来源于 Barbarians Inside the Gates，Joseph Grundfest，得到 Stanford Law Review 的允许。

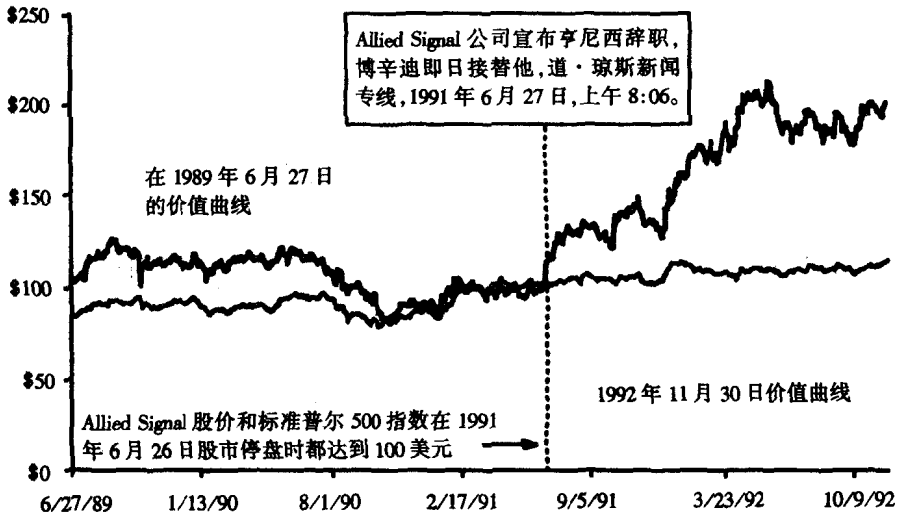
来源：Compuserve 和证券价格研究中心（CRSP），芝加哥大学，日回报率图。

图 1 - 4　Allied Signal 在 1991 年 6 月 13 日—7 月 12 日的市场调整回报率



图表来源于 Barbarians Inside the Gates, Joseph Gundfest, 得到 Stanford Law Review 的允许。
来源：Compuserve 和证券价格研究中心(CRSP)，芝加哥大学，日回报率图。

图 1 - 5　投资在 Allied Signal 里的 100 美元的价值和 1991 年 6 月 26 日 S&P 500 指数
(1989 年 6 月 27 日—1992 年 12 月 30 日)



图表来源于 Barbarians Inside the Gates, Joseph Gundfest, 得到 Stanford Law Review 的允许。
来源：Compuserve 和证券价格研究中心(CRSP)，芝加哥大学，日回报率图。

正如迈克尔·雅各布斯在《 Short Term America 》中认为的那样[8]，一个国家的国际竞争力——在其理由中是美国——在于以一个有国际竞争力的速度给国内企业提供资本的能力。其认为日本工业在 20 世纪 80 年代轻易地控制世界剩余的地方，这种威胁主要由于他们真正拥有零成本资本，公司能够在过度贬值和分红中通过业务产生的收入存活下来。但是，就算是日本也

已经认识到，市场变了[8]，一年里突然变得很有吸引力的债务已经没有了竞争力。就是金融最安全的公司也必须不断使用资本市场，以便确保它总是以有效资本的方式使用多数成本。

对财务上成功公司的定义可能是：有能力从其新业务投资中产生回报的公司，并且回报在连续的基础上，充分高于获得资金的成本。

相关案例：戴姆勒—奔驰公司和纽约证券交易市场[9]

1993 年 3 月 30 日，戴姆勒—奔驰公司宣布它将在纽约证券市场（ NYSE ）上市，成为第一个在美国证券交易市场上市的德国公司。这次行动很有意义，因为它表明戴姆勒—奔驰公司准备通过使用美国巨大的、流动的资本市场来大大提高其回报率的披露程度。

此次行动是戴姆勒—奔驰公司管理者、NYSE 总裁兼 CEO 威廉·唐纳森和 SEC 总裁理查德·布里登长时间对上市披露要求讨论的结果。尽管最终合同包括所有各方的妥协，但是 SEC 看起来比其他两方更摇摆不定。

为了在 NYSE 上市，戴姆勒—奔驰公司需要提供比德国法律要求更多的财务披露。布里登强调，SEC 没有改变美国关于外国企业寻求在美国股市上市的披露要求。实际上，他把这份合同看作是“对[纽约]证券交易市场提供方式的完全拒绝”。多年后，NYSE 鼓动 SEC 把披露要求放宽一些，目的在于吸引外国企业，但是 SEC 仍然坚持其要求。

合同包括以下主要方面：

- 戴姆勒—奔驰公司，公司的母公司，计划在 1992 年将其收入上调 40 亿德国马克（ 24.2 亿美元），并把这个数目的隐藏储备作为“额外收入”。这次行动显示了德国公司法和会计实践中一个最有争议的方面，由此公司可以大量增加隐藏储备，因此人为地缩小公司价值。这次实践的结果是大多数德国公司，包括戴姆勒—奔驰公司，都被股票交易市场低估了。分配这些储备的决策显示 SEC 要求的披露政策将为公司的财务情况提供更高的透明度。
- 戴姆勒—奔驰公司在遵守 SEC 要求时，有选择为德国投资者准备的财务数据和为美国投资者准备的财务数据的权利。戴姆勒—奔驰公司在 NYSE 怎样上市，是否将影响到公司股东年度大会相关信息披露并不清楚。了解这次上市将怎样影响这方面的披露是很有趣的（尽管德国披露要求跟其他欧洲大陆要求比起来是相当高的，但是它们还不如 SEC 的要求严格）。
- 戴姆勒—奔驰公司在遵守美国会计准则时需要提供现金流证明。
- 戴姆勒—奔驰公司在遵守美国会计准则时不需要提供前几年的财务信息。

依照 SEC，超过 200 家的外国企业在过去的 3 年半时间里在美国交易所上市；但是没有一个德国公司这么做。几年前，6 个德国最大的上市公司（ Daimler — Benz AG、BASF AG、Bayer AG、Hoechest AG、Siemens AG 和 Volkswagen AG ）以一个联合形式要求 SEC，试图得到一个折衷办法，以使德国公司能够不完全遵守 SEC 的披露政策。这个方法失败了，戴姆勒—奔驰公司决定“单独行动”。1993 年 3 月的新闻传出，格哈特·利恩尼，戴姆勒—奔驰公司的首席财务官说：“我们正在成为一个全球企业，我知道我可能以一个错误时代的方式在思考。正如英语已成为国际商务语言一样，盎格鲁·撒克逊语言已经成为世界范围内的会计语言。我想，继续在风车房里上演唐·吉诃德的名著是愚蠢的。”

这时公司的财务困难可能迫使其创造好的新闻舆论。公司的净收入已经从 1991 年的 19 亿德国马克（ 11.5 亿美元）下降到 1992 年的 15 亿德国马克（ 0.909 亿美元）。假如母公司在 1992 年没有从隐藏储备中分配 40 亿德国马克（ 24.2 亿美元）的话，净收入将是 0.703 亿德国马克（ 0.426

亿美元），而1991年是11.9亿德国马克（0.721亿美元）。不幸的是，接下来的一年的表现甚是凄凉：在1993年4月，公司宣布预测1993年其收入将降低到10亿德国马克（0.606亿美元）。

影响整个德国经济的因素可能也影响到戴姆勒—奔驰公司的决策。在3月的新闻传出以上消息时，利恩尼说："我们和SEC达成的合同给我们使用世界最大并最具流动性的证券市场的机会。"在20世纪80年代，德国公司不再为资本资源所束缚，因为它们有足够的资本来进行它们的扩张。此外，德国公司有很固定的银行关系，这是由于许多德国银行大量持有上市公司的稳定、长期的股票。

很明显，是美国会计标准的要求使得后来的对克莱斯勒的并购成为可能。因此，戴姆勒上市牵涉到全球公司治理。一个由牛津大学分析小组进行的最新研究预测，由于对全球资本竞争的增加，公司将被迫对资本提供者让步[6]。戴姆勒通过其在NYSE上市，表示在获得新的便宜的投资资源中，公司愿意做出重要的治理让步。但是，这起码是暂时的。尽管他们答应在并购时继续使用美国式的代理人申明，但是在并购后的下一年他们不会这么做。他们在字面上有两个国家最好的方法——由美国现状决定的更多地利用资本和市场以及在欧洲所拥有的透明度的减小。

透明度（披露）和好的治理能形成低资本成本，正如净资产市场逐渐认识到减少代理成本的价值，但是它可能只是在变得明确前的一小段时间。

在2000年股东提出抗议，因为很明显，"公平并购"的确是一种接管。美国股东发现，他们已经放弃了大多数的权利来抗议对并购公司在德国法律下成立的许可。

公司的"外部性"

每一个公司都有那些通常在利润和损失报告中没有反映的成本。一些是传统的，一些反映了评价无形资产价值的困难，而一些反映了公司在让政府、管理者和专业会计师制定适当的规则中获得的成功。这些就是"外部成本"，成本产生于企业，却由其他人来承担。

在《阿德里安·卡德伯里报告》第44页上的报价表谈到公司责任的第二个层次——考虑公司业务同社会剩余部分的关系。当然，一些公司业务可能对社会有负面影响。在一些时候，企业会支付这种成本；而在其他时候，作为一个整体的社会承担了这种成本，这就被叫做"公司外部成本"。其例子包括：EPA标准对造纸厂排放物的味道规定一个可接受的水平和在煤矿开采事故中错误的死亡条令限制了康复人数。

至少在理论上，政府有权决定企业哪方面的成本应该归企业承担。在上一段的两个例子就显示了这一点。美国环境与职业安全标准是由立法机关和管理当局制定的。

在最近几十年，一些企业已经做出了重要的(尽管是零星的)努力来反映其业务的"真实"（与GAAP相比较）成本。在美国总统吉米·卡特管理期间，商业委员会秘书胡安妮塔·克雷普斯实际反对"社会会计"的正式方法论。报告宣布"改变公众对商业的期望"需要公司揭露这样的信息："日常商业活动对自然环境、雇员、顾客、当地社区和其他相关利益的影响。"[7]

一个旨在设计"社会责任会计"的研究建议一个社会报告应该有以下特征：

1. 每个报告都应该包括一个对其目的的陈述，这些目标可以（和其他的事物）有对以下条目的估计：

- 数据来源；

- 陈述选择形成的原因。

2. 社会报告的目的应该是在提高民主的同时减少义务。
3. 信息应该直接和特别团队所从事的目的相关。
4. 信息应该是新的，并且能被一般人读懂。它必须被审查过[68]。

南非的 Triple Trust 组织以这种方式提出了它的社会会计程序：

- TTO 董事会决定开始社会会计过程。
- 由社会会计专家识别有利因素。
- 从 TTO 任务和价值中取消社会目标。
- 识别关键的组织股东。
- 把股东看作社会业绩指示器。
- 设计问卷或面谈来测量业绩。
- 为每一个股东群体设计一个有意义的并且简单的框架。
- 通过外部受益者和全体雇员搜集股东反馈信息。
- 分析数据，并写出社会报表（报告）。
- 让外部审计认证报表。
- 董事会和管理者负责报表中出现的问题。
- 公布报表。

这些方式的优势和劣势是什么？注意在第一个例子中，报告是为了董事会的“民主”而不是股东、董事、雇员、政府和其他特殊团体。你认为应以什么比例把这种方式应用于实践？它提出的责任问题是什么？你应该知道，作者自己知道在这些需要之间可能有一些内部矛盾和在本报告目标读者之间有一些实际的利益冲突。但是，作者认为，“这些问题是这个模型以外的事情。我们寻找减少义务的信息，社会用这个信息做什么是社会的事情”[69]。

最近一个研究推断，承担公共社会责任的公司比那些不承担的经营得好[70]。这种公共义务承担的一个例子是强生公司，在其网站上有他们的申明。它具体描述了社区服务，包括以现金和产品形式的 1.76 亿美元的捐赠、强调协助母亲和孩子的计划，而且包括在健康、安全、教育、职业、环境、文化和艺术上的计划。

强生公司很聪明，它并不努力量化成本、利润或这些努力的净值。试图这样做，就跟财务经济学家拉尔夫·埃斯蒂斯的“全面社会会计模型”一样了，下面就是一例。

相关案例：Prototype 上市公司[71]

这是 Prototype 公司近来试图提供一个能反映社会会计的报告的摘录。

成功模型——目标与业绩

关键业绩测量方法描述了我们的成功模型。这里我们所指的说2000年的测量方法，因为它们和我们的直接利益相关者相关。

客户	目标	业绩	
零售客户的百分比	95 %	81 %	
有效市场份额	3 %	8 %	
质量评价	90 %	81 %	
后援服务评价	95 %	79 %	
创新率	16 %	10 %	
股东			
分期付款的增长率	7 %	8 %	
股价增长率	30 %	31 %	
部门股东收益——1年	12 %	14 %	
部门股东收益——5年	20 %	15 %	
员工持股率	20 %	19 %	
供应商			
从合作伙伴处采购比率	55 %	60 %	
共同发展预算	£ 2.5m（250万英磅）	£ 2.504m（250.4万英磅）	
* SEQUA 奖金的数量	2	3	

*（Supplier Excellence and Quality Awards：供应商杰出与质量奖）

雇员			
公司知识库的价值	25 %	28 %	
士气评价	90 %	79 %	
竞争性支付指标	100 %	91 %	

公司的间接利益相关者也援用业绩测量方法，这些方法表明了与这些利益相关者关系的质量高低。以下是2000年的统计情况：

当地的团体	目标	业绩
下一年度的预算	£ 1.5m （ 150 万英镑 ）	£ 1.5m （150 万英镑）
• 工资	£ 240k （24 万英镑）	£ 240k （24 万英镑）
• 固定资产	£ 1.1m （110 万英镑）	£ 1.1m （110 万英镑）
• 现金	£ 160k （16 万英镑）	£ 160k （16 万英镑）
在模范锻炼计划中的残疾人	120	116
分派给社区项目的模范雇员	38	28
环境的利益团体		
雇员的行程特征		
• 汽车	20 %	28 %
• 公共交通	60 %	62 %
• 步行	10 %	6 %
• 自行车	10 %	4 %
教育团体		
研究计划的数量	10	11
招聘大学毕业生的数量	60	67
申请专利的数量	1	2
下一年度预算	£ 1m （100 万英镑）	£ 908k （98 万英镑）

资本提供者

	结果		采取的行动	未来计划
£ 000's	12 月 31 日			
	1999	2000		
营业额	115 900	127 090	增加销售人员利润为基础设立代理创立价值工程计划	增加欧洲大陆的销售。更注重标杆研究
运作盈余（税后）	14 000	16 950		

投资收益	2 894	3 770	更多学术联系	顾客激发产品创新计划
R & D(研究与开发)	1 700	1 860		
培训	1 194	1 910	创立远程学习计划	重视远程学习课件的技术技能与改进
实际盈余的增长	11 106	13 180		目标是营业额增加 20 %
每股的红利	14 便士	15 便士	支付高于行业市场平均水平	更接近通货膨胀指标到 2002 年达到 2 亿英磅
市场资本	£ 160m (1.6 亿英磅)	£ 182m (1.8 亿英磅)		

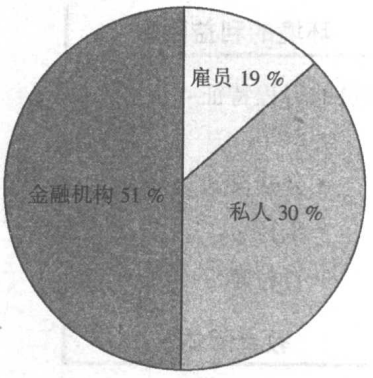
公司已经从 3 个欧洲公司那里得到了贷款的最高限额,为购买实际资产、研究项目和新教育投资提供资金。条件和市场价格相关,并因开支种类而不同。本年度末最高信贷总额为 1500 万英磅。

净资本所有权图

到本年度末,来自英国以外的机构投资者,持有公司 21 %的资本。

在所有股东中,有 31 %已持股 5 年或 5 年以上,其构成如下:

雇员	15 %
金融机构	12 %
私人	4 %



全体股东分析

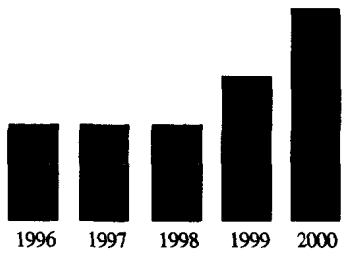
资产

	1999 £ '000	2000 £ '000
实有资产,按成本价格,	19 000	21 000
管理分析、评估和独立估价显示, Prototype 公司的物质资产的价值要比		
品牌——价值	1 700	2 000
品牌价值是建立在独立的、若干年顾客、供应商、竞争者对品牌市场价值认知的研究基础上。		
知识库	2 540	3 900
未来潜在收入的整体提高		
技术	1 000	1 400
按估算的进入成本对关键系统与方法定价		
专利	510	600

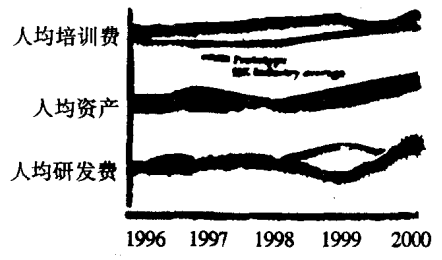
在期望收入的基础上定价		
无形资产总值	5 750	7 900
现金	1 800	2 190
	7 500	10 090
债务减少	3 130	3 620
	4 520	6 470
总资产	23 520	27 470

Prototype 的未来现金流主要取决于对无形资产的开发。这些资产包括品牌、技术和专利。另外，公司的智力库——它是对雇员活动和培训的方向及种类进行估价的结果——是这种未来现金流的重要指示器。

每个雇员的营业额



业绩发展趋势

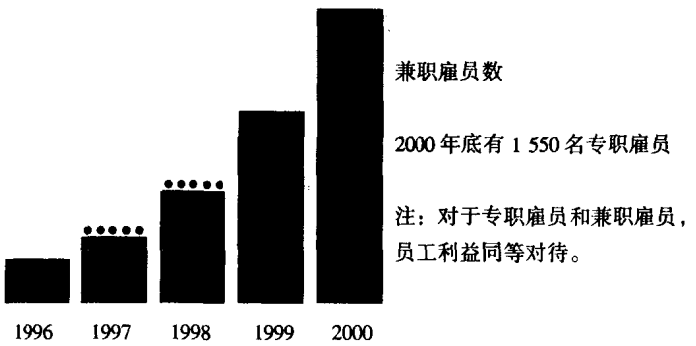


雇员

公开讨论

公司已创建了一种“对话”方式，所有层次的雇员对关系公司未来发展的许多重要问题进行接触、讨论和评价。现在，公司的所有雇员都被电子邮件和内部电视会议联接起来。

雇员数

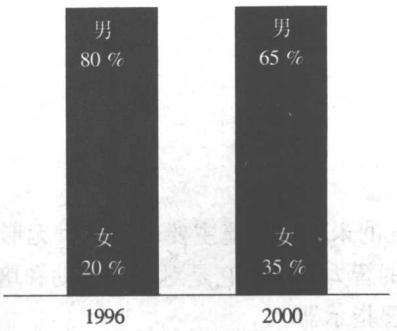


知识库

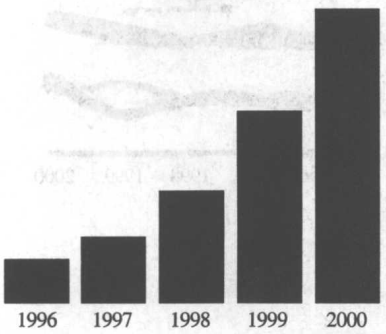
	1990	2000
	£ 000's	
全部雇员成本	42 610	49 800
开支	40 070	45 900
延缓价值*	2 540	3 900
知识库增值	280	1 360

*延缓价值是指能产生未来现金流的活动与培训成本。

男性/女性比例



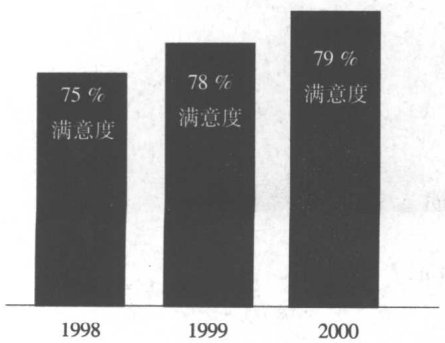
雇员以第一身份持股



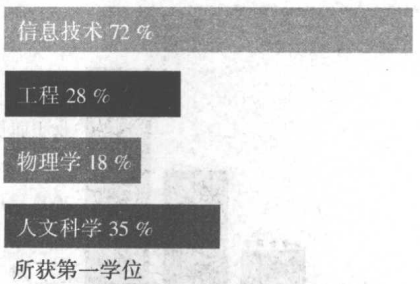
在新雇员中，研究生的数量明显增加，使得公司吸引第一身份持股人的数量正在增长——现为103 名研究生。

此外，公司已开辟了以学位为基础的工作计划。并且该计划已获得成功。

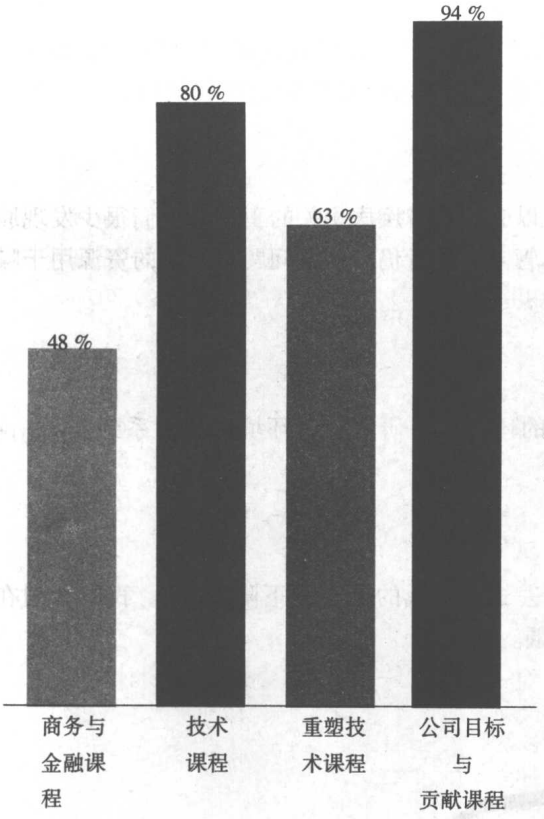
士气指标



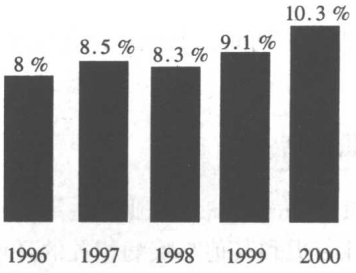
雇员的教育背景



雇员正在完成的培训计划



雇员更新率



创新率

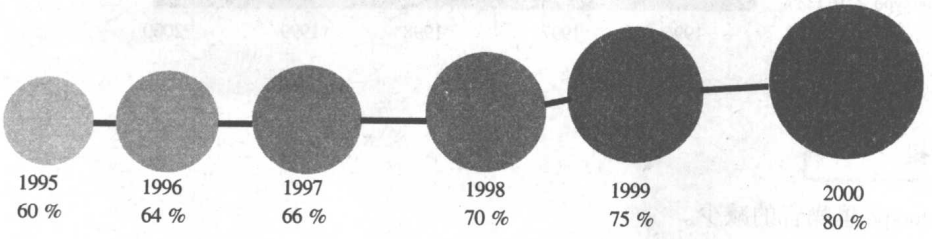
管理层测量研究、开发、培训与产品品牌支出与雇员增加值之间的比率。目标是到 2004 年，增加值等于这些支出的 20 倍。

£ 000's	1999	2000
全部支出	5 000	7 600
增加值	73 290	77 290
创新率	14.6	10.2

顾客

回头客

Prototype 在稳步增加固定购买我们产品的客户比例。这反映了客户关系的好转和产品质量的提高。



环境问题

能源保护

在 2000 年期间， Prototype 完成了一个能源保护研究，计划是从现在到 2005 年增加 40 %能源节省。在此期间，我们将投资 35 万英镑，并希望能够达到年节省 60 万英镑的目标。

职业病

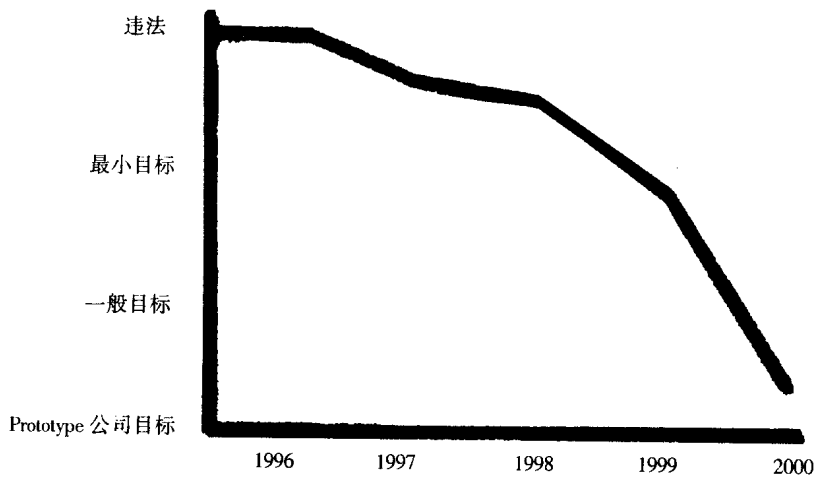
雇员由 Prototype 的专业医生定期检查，并且以此发现与疾病相关的工作。我们很少发现肢体重复性劳损和其他与疾病相关的环境问题，尽管空气质量仍然是个问题。大量的资源用于噪音问题，并且一个消除噪音的 3 年计划已经启动。

沟通

在 2000 期间， 312 个雇员出席了不止一个的环境问题研讨会，环境问题关系到 Prototype 和我们所在社区的利益。

可替换资源

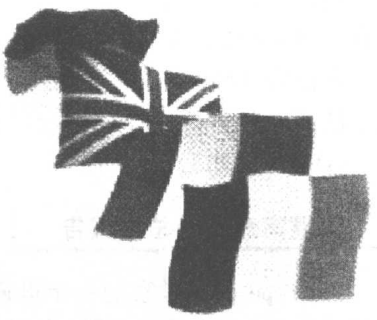
在公司里使用电子化用品的增加已经使过去 3 年里纸的使用量下降 27 %。我们计划在 2001 年通过调整电子商务应用再减少 10 %的用纸。



污染

在 Prototype 里噪音的减少。

德国



5 年里噪音下降了 22 %。

美国

5 年里噪音下降了 18 %。

法国

5 年里噪音下降了 16 %。

比利时

5 年里噪音下降了 24 %。

在 2002 年，我们将把目标定在雇员监督会所能接受的水平上。

所有我们的生产前提都和排放物控制及空气质量定期检查相关。空气纯净几乎不可能，但是科学分析显示空气细菌和其他有毒物质在不断减少。

教育方面

Prototype 的营业执照

公司认为必须不断通过其成功和行为更新其营业执照。

公司行为

公司不得不以其最多的知识来遵守欧洲所有的公司治理建议。它也遵守当前相关的欧洲董事制度，并在董事准备方面有更先进的计划。

另外，公司对管理的监督基于它所采取的伦理规范和属于业务运营范围的内部控制。

公司不允许在人种、种族、宗教信仰、性别或年龄上的歧视。

公司价值

公司价值是公司业务方式的一个非常重要的组成要素。它以董事长直接出面的形式，监督行为，并且迅速对这些价值产生负面影响的任何意见做出反应。

对社会的贡献

作为一个财富生产者和雇主，Prototype 有意为提高它所在社区的环境做贡献。在社区中有明确的责任，以促进自己和支持者间建立稳固的、积极的关系。

平均成绩

公司寻找对关键业绩测量方法的平衡，这反映了经济、社会和教育成绩。它正在为这个定义的成功做出努力。

财务人员的总结报告

我们对我们自己很满意，因为 Prototype 公司的业务有足够的运营资本来维持来年的业务计划。

我们检查了多年的内部审计程序和活动并得出结论，内部审计控制的开展以及这些控制结果在 2000 年 12 月 31 日为商业活动、资产和债务提供了充足的证明。

在评定这些定期财务结果中，我们得出结论，公司管理使用了一系列的用来控制业务和公正反映所有公司股东的关键业绩的测量方法。

GMPK 上市公司

环境审查员的总结报告

Prototype 在被考察的一年里遵守了所有当前与环境问题相关的法律。另外，在好的惯例已经成为公众和专业的交流主题的方面，公司有已经准备好的程序可以满足这种实践的标准。

我们已经提醒了公司管理达到噪音标准和排放物质量的必要性，这些法令 European Directive 在 1998 年已经宣布，并在 2002 年生效。

我们得出结论，Prototype 公司履行了它的义务，并且公司对这些问题的意识是深入人心的。

WP Associates

社会审查员的总结报告

我们在 2000 期间对 Prototype 的观察表明，它的管理符合其行为和程序，尽量履行其申明的社会责任。

社会审计委员会提出了所谓违反的例子，并且现在有 5 个未解决的问题正在被调查。Prototype 已经建立了关于伦理和歧视问题的清理程序，这些程序是深得人心的。

LC & Associates

公司管理中的非经济考虑

公司管理在什么时候应该追求和利润最大化不直接相关的目标？这是《阿德里安·卡德伯里报告》在上面提到的公司责任的第三个层次：“企业对维持其所在社会的结构有多大的责任？企业应该在什么程度上反映社会优先权而不是它自己的商业优先权？”强生公司的“信条”以各种语言公布在其网站上，把它的利益相关者明确地分为客户、雇员、社区和股东，并得出结论：“当我们依照这些原则运营时，股东应该得到一个相当的回报。”

大卫·恩格尔已经为这个问题的答案提出了一个权威的分析[2]。在上面的“均衡利润”部分，我们讨论了对公司管理者判断力范围的限制，没有人用它们来做社会决策。公司影响力的正确性要求它是有限的，并且不超过平衡社会目标的必要变卖范围。恩格尔认为当价值最大化的目标正确时，有大概四个方面：

1.遵守法律。这可能像是一个相对的命令，但是恩格尔认为它是绝对的。在许多例子中，企业能够计算成本/利润并得出违背法律比遵守它更加便宜的结论，这包括权衡遵守的成本和被抓的可能性，以及律师费用、时间损失和可能的损害。恩格尔认为公司采用这样的分析，最终将冒险破坏作为社会基础的“合理性”，这是有利润的公司业务的必要前提。

资本主义社会“法律”潜在的合理性是由于竞争的存在。到了市场不自由、价格垄断或地

域被划分的情况时，商业利润结构的有理性就消失了。最近一段时间里，最后违反这一规律的现象是在 20 世纪 50 年代后期被叫做“电力价格垄断”的丑闻。在其领域里这是不常见的，更少见的是通用电气和西屋电气的几个执行董事进了监狱。

相关案例：价格垄断

在 1959 年到 1960 年期间，政府调查者发现了在有 50 年历史的反托拉斯法案中最大的价格垄断和市场阴谋。阴谋企图为能源生产设备和电子产品分得 170 亿美元的市场。在这些被起诉的公司中有两个巨型公司，西屋电气公司（ Westinghouse Electric ）和通用电气公司（ General Electric ）。

1959 年，拥有美国最大的电力生产能力的田纳西流域管理局（ TVA ）寻求为其 Colbert 蒸气厂的涡轮式水利发电机进行投标。通用电气和西屋开出了（秘密的，并且不公开）1 750 万美元的高价。由于这两个公司的激烈竞争，TVA 和一个出价稍高于 1 200 万美元的英国公司签订了合同。GE 和西屋认为这次交易成为“国家安全”的偏见，因为他们不能在国家紧急时期修理外国设备。

TVA 解释为什么去国外签了合同：“因为有些时候，TVA 已经被涡轮式发电机不断上升的价格所困扰。美国只有 3 家企业生产大型涡轮式发电机。自从 1951 年以来，这些生产商对这种设备的价格要价就增加了 50 %以上，而所有商品的平均批发价格却只上升了 5 %。”[28]在 1950 到 1956 年期间，通用电气和西屋电气已经把变压器的价格提高了 6 倍，公司产品在几天内跟着其他公司价格上升而上升。在 1946 年到 1957 年期间，大型涡轮式发电机的价格上升了 10 倍。

这件事不断提高田纳西参议员的利润，埃斯蒂斯·基福弗，作为参议院反托拉斯和垄断部门委员会的主席，很快宣布了对同一竞价模式的调查结果。对 TVA 记录的调查发现，在仅仅 3 年中有类似竞价行为 24 起。这种竞价中一些连个位都相同。它们是全秘密的、封闭的竞价。

对 TVA 记录的检查还发现：

- 断路开关：通用电气、西屋电气、Allis – Chalmers 和 Federal Pacific 提出了 21 000 美元的相同价格。
- 延迟断路开关：11 900 美元的 8 个相同的竞价。
- 电容管：8 个连十位都相同的竞价[29]。

TVA 不是惟一一个抱怨的公司。许多当地的、州的公司和其他联邦机构都支持 TVA，他们说他们也收到了一系列相同的竞价。

1959 年 7 月，公正局宣布在宾夕法尼亚一个重要的陪审团正在对可能的不信任竞价进行调查。在 1960 年 2 月，陪审团宣布前 7 个事件将总计达到 20 次控告。在 1960 年的夏末，29 家电力生产商和 45 个执行者被起诉。由于价格竞争受到制止、镇压和清除，政府宣布共谋的影响已经在全国范围提升了电力设备的影响力，使其达到更高、更垄断和更人为化的水平。

正如反托拉斯法案在这个问题上得到的发展，公司一般对反托拉斯控告选择两种反应中的一种。首先，他们能够为罪行找到借口并付罚金。正如一个作者描述的：“在 1890 年到 1959 年间，无论什么时候执行罚款，它都会被支付，大多数都是欢呼雀跃的，这是作为违法事情的成本。坐牢的宣判很少实施，并通常都被取消。不知为什么对反托拉斯案的违背从来就被认为是绅士的小罪过——绅士是不会由于违反反托拉斯法案而被送到监狱里去的。以舍曼法进行的控诉只是被认为是公司的一场重感冒，它能够通过支付名义上一定数目的美元来摆脱。”[30]

第二，公司能够积极辩护自己无罪，“我不争辩”只是字面上的而已。因为这种借口不允许有罪过，任何团体寻找损害都将被证明是错误的做法。换句话说，在反托拉斯案中，无罪的请求是很普遍

的。

最初，西屋和通用电气认为它们不用太担心——仅仅是一次“公司重感冒”而已。它们以前已经违反了反托拉斯案，因此，在以后这么做肯定会被控告。但是，由于1959年里证据增加了，这些巨型电力公司开始担心了。

1960年3月，前7个公司被传讯，政府认为这是最严重的。西屋和通用电气辩解自己无罪；每一个其他公司都辩解自己无罪。政府控告认为对无罪请求来说太严重了，采取了要求法院不接受这样的请求的反常步骤。首席检查官助理罗伯特·比克斯作为反托拉斯方的领导，告诉法院：“首席检查官陈述了其深思熟虑的判断，这些控告是竞价机制和价格垄断的严重例子，它们在半世纪前就会因舍曼法而被控告。”[16]换句话说，政府没有控告电力公司在技术上的违法，因为这太普遍了。它们有严重的、持续的犯罪行为的特征。

法院同意了政府的要求，不接受无罪请求，让公司知道它们在审判时是否有赢的可能。由于控告数量在1960年增加，公司发现它们可能面对持续5年的一系列审判。Allis-Chalmers决定不进行战争，并承认所有控告的罪行。这削弱了剩余公司的抵抗。第十九次控告下来之后，西屋和通用电气与政府以一种可能的方法达成了协议。公司将在最严重的控告中承认有罪，以换得其他案例中的无罪请求。长时间磋商之后，政府同意，但是坚持在7个最严重的控告上的有罪请求。

通用电气主席拉尔夫·科迪纳了解到通用电气正在逐渐卷入1959年9月的丑闻。次年1月，他把通用电气年度管理会议的主题定为在竞争企业系统中的商业伦理。他说：“系统只有在公民，尤其是我们这些承担商业责任的人能够达到自律要求时才能保持自由和竞争性。假如我们不能自律，政府的权力将急速成为替代品，直到系统不再自由并具有竞争性。”[17]

1961年，通用电气的股东因为这些控告开了第一次年度会议。第二天，《纽约时报》社论发表了如下评论：“不幸的是，对这种责任认识的缺乏[为了提高公众的信心]在通用电气股东年会上得到证明……对于一个有大约50万股东的公司来说，会议有太多的橡皮图章了，以至于在公司工作方面不能提供一个鼓舞人心的民主实例。它几乎为那些怀疑我们这个工业社会的道德基础的人提供了新的有力证据。”[18]

西屋的年度会议并不是很平静的。股东使得从底层到公司的3个高层领导都辞职了。第二个建议让董事会决定是否管理者应该知道正在做什么？决定被压倒性边际利润所击败。

在1964年末，通用电气解决了90%的诉讼，支付了大约2亿美元；西屋同样支付了大约1.1亿美元。整个行业大约总共支付了5亿美元。

2. 披露公司对社会影响的相关信息的程度，应该超过法律要求的最低限。开始，完全地披露可能会造成一段时间内销售额下降，但是它会促使社会在平时赋予公司权利时有更多的合法性。现在有很多的公司了解到这种方法，披露负面消息比压制它更加划算：Dow Corning公司对丰胸对健康影响的研究、A.H.Robins公司对子宫避孕设备的研究、烟草公司对香烟有害影响的研究和Beech Nut公司对掺假苹果汁的证明。

3. 大量减少公司对政治的参与。在过去10年，我们已经见到了公司和国家相互掺杂的结果：意大利实际上的倒塌；在日本选举中，LDP党经济的羞辱性失败。在美国，问题由政治活动委员会活动贡献的水平、费用的增加和说客的使用、政府缺乏理解以及同大公司进行有效交易的能力等来反映。公司需要在政府影响它们的过程中有一定的发言权，但是并不至于使它们削弱在这一过程中对政府的支持。恩格尔的观点得到了安德鲁·B·施莫克的赞同：

因此，就算它需要牺牲一些其他重要的权利，对那种公平性的保护将是我们的第一个优先权。两个通用的原则将提高我们的民主。

第一，不能由财富来分配政治演讲，至少应该用公共允许的广播媒体。假如像埃克森这样的公司买时间来宣扬带有政治意图的观点，那么应该有相同的时间提供给（也许是埃克森的损失）持相反观点的一方。政治演讲的定义可能并不容易，但并不是不可能的。我们的法律系统不断解决这种定义问题。自由演讲的权利是很少的，但是也没有理由规定以推翻主要目的中的一个来定义：对民主的保护。埃克森有被了解的权利。但是我们也应该听到他人的声音，尽管他们在同一政治问题上不如埃克森公司有钱。

第二，我们的政治运动需要绝对远离私有财产。这不容易达到，但是，这是可能的。也许它能够通过对自由时间、以一定比例让选民签订请愿书的公共金融和自动公共融资的组合来完成。它与让候选人比其对手有优势这种民主的原则是矛盾的，因为它的支持者是很富有的，而其他人却很贫穷。

我们不要对可能的民主失望。我们完全应该试一试[3]。

4. 坚持“ Kew 花园 ”原则。在 20 世纪 60 年代后期，一个叫做基蒂·吉诺维斯的年轻妇女回到她在纽约的 Kew Gardens 公寓，为所有邻居的行为感到心痛，因为在光天化日之下，院子里没有一个邻居在她渐渐流血而死的时候去救她。她成为了不敢承担责任这种悲剧的象征。恩格尔认为公司应该承担，当它不敢这么做时，肯定会给社会造成严重的破坏。

这四个作为评论依据的“恩格尔原则”是为了发展衡量公司业绩的理论，因为它们把公司权利限制到一个众所周知的、可定义的、有限的范围里。有了这些原则，那些负责监督公司业绩的人：股东和董事会使用它们只是时间的问题。

注 释

① 参考如 R·科斯：《企业的性质》，载 Economica，1937（4），386 页；Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel：《公司契约》，载《哥伦比亚法学评论》，1989 年 11 月 7 日，1416 页；“公司结构是一组契约，经理和其他利害相关者要在这些契约基础上进行诸多判断，并受到其他关注自身利益的群体的‘审视’。”1418 页。

② Melvin Aron Eisenberg，加利福尼亚大学伯克利 Koret 法律分校法律教授，载《商业律师》，第 48 期，1993 年 8 月 4 日，1275 页；Eisenberg 教授在另外一篇文章中就公司这一话题作了精彩的描述：“公司是通过规则组织起来的人和财产的组合，寻求获利。这些规则中，有些是由市场力量决定的，有些是通过契约决定的，有些是法律规定的。”引自《公司法律的结构》，载《哥伦比亚法学评论》，第 89 期，1989 年 11 月 7 日，1461 页。

③ 1993 年《华尔街日报》的文章曾写到公司结构的区别，有限责任公司（LLC）是“今天商业企业最典型的组织形式”。这种形式是一种混血儿，它提供所有者“传统企业的责任保护措施，以及合伙制企业税收的优点”，在当时，有 35 个州允许开办这一形式，而在 1991 年仅有 8 个州同意。1988 年美国国税局的一条法案允许有限责任公司像合伙制企业那样，每一个所有者的利润只是在他（她）个人收入的基础上进行征收，并且有限责任的形式提供了法人实体的优点。这种好处一直被企业家或精明的商人所利用。政府声称狡猾的通讯技术企业利用有限责任逃避了州政府和联邦政府安全法律的制裁。

载《华尔街日报》，1993年11月8日，B1版。

④ Opinion in *Louis K. Liggett Co. v. Lee*, 53 S.Ct. 487(1932). Louis K. Liggett 公司诉 Lee 公司案的判决，53 S，法院，487（1932年）。

⑤ 同上。

⑥ 永久营业是一个法律名词，其意味着从法律上规定永久营业（上一代）将会阻碍行业和资本的聚集。早期的条例正是出于这一考虑才限制公司的固定经营年限，如20年、30年或者50年。

⑦ *Liggett Co. v. Lee*，*490* 页，出处省略。Liggett 公司诉 Lee 公司案，490页，引用省略。

⑧ 同上，493页。

⑨ Robert C. Clark,《公司法》，2页，Little，Brown & Co 出版社,波士顿，1986。

⑩ 要注意到当今专业事务所（医生、律师等）在进行着丰富的实践活动，每一个独立的法人都在努力将责任和税收压缩到最小的程度。

⑪ William Greider：《谁能告诉人们？》，载《美国民主的背叛》，348、349页，Simon & Schuster 出版社，纽约，1992。

⑫ Thomas Donaldson：《公司和道德》，30页，Prentice - Hall, Englewood Cliffs,新泽西州,1982。

⑬ 参考如 Anne Murphy：《过于优秀而无法达到真实？》，1994年6月，34页。

⑭ Paul Abrahams & Roland Rudd："英国化学工业公司实行药品事业部"，载《财经时代》，1992年7月31日，1页。

⑮ Easterbrook & Fischel,同上，1417 ~ 1418页。

⑯ 同上。

⑰ 一些人士认为如果特拉华州法律允许管理者损害股东的利益，那就不能产生预期的结果，而特拉华州的公司将在资本市场上失去竞争力，最终失去产品市场的青睐。参考如 Ralph K. Winter：《特拉华州法律、股东保护和公司理论》，载《法律研究》，1977（6），251页。这篇文章认为，如果股东能够改变公司所在地，而不是始终在一个州开设企业，或者在该州出台不利法案时就出售企业，方是上佳的选择。

⑱ Carl Kaysen：《公司：多大的能力？什么范围？》，in Edward S. Mason(ed.)，载《现代社会中的公司》，103页，哈佛大学出版社，剑桥，1959。

⑲ 同上，103 ~ 104页。

⑳ 同上，104 ~ 105页。

㉑ Martin Dickson：《通用电气被控欺诈罪名》，载《财经时代》，1992年6月3日，17页。

㉒ 参考 John Braithwaite：《医药行业的公司犯罪》，258页，Routledge & Kegan Paul 出版社，伦敦，1984；Marshall B. Clinnard：《公司腐败：权力的滥用》，103页，Praeger 出版社，纽约，1999。

㉓ Milton Friedman：《资本主义和自由》，133页，芝加哥大学出版社，芝加哥，1962。

㉔ A. B. Schmookler：《选择的远景：市场经济如何决定我们的命运？》，24、25页，纽约州立大学出版社，奥尔巴尼，1993。

㉕ A. A. Berle, Jr.：《公司经理是谁的代理人？》，载《哈佛法律评论》，1932（45），1365 ~ 1367页。

㉖ John C. Coffee, Jr.：《无人受到谴责：无人受到惩罚：对公司惩罚问题无关痛痒的询问》，载《密歇根法律评论》，1981（79），386页、387页。

㉗《监禁的替换方式》，Douglas H. Ginsburg 宣言，在成立联邦宣判委员会之前，他担任反托拉斯部门的第二大律师，1986年7月15日。

㉘"当要对公司实施非常严厉的罚款时，不应该以现金的形式，而应该以公司资产的有价证券。被法庭

宣判罪名成立的公司，应该将同样数目的股票提交给州犯罪受害者赔偿基金会，其价值应该和它进行非法活动所应该缴纳的现金罚款相等。基金会以价值最大化的方式对有价证券进行清算。”John C. Coffer, Jr.：《无人受到谴责》，413 页，出处省略。

㉙ Braithwaite：《医药行业的公司犯罪》，324 页。

㉚ Russell Mokhiber：《公司犯罪和暴力：大企业和公众信任的滥用》，19 页，Sierra Club Books 出版社，1988。

㉛ Richard W. Stevenson：《美国国防契约欺诈者甚多，绳之以法者甚少》，载《纽约时报》，1990 年 11 月 12 日。

㉜ Braithwaite：《医药行业的公司犯罪》，319 页。

㉝ John C. Coffee, Jr.：《无人受到谴责》，408 页。

㉞ Douglas H. Ginsburg，提交给联邦宣判委员会的证词，1986 年 7 月 15 日。

㉟ Marshall B. Clinnard：《公司腐败：权力的滥用》，307 页，Praeger 出版社，纽约，1999。

㊱ Ralph Nader, Mark Green, and Joel Seligman：《驯服巨型公司》，120 页，W. W. Norton 出版社，纽约，1976。

㊲ Christopher D. Stone：《法律终止于何处：社会对公司行为的控制》，148 页，Harper & Row 出版社，纽约，1975。

㊳《最近事故中的日本核专家》，载《纽约时报》，1981 年 5 月 14 日。

㊴ Michael Moritz and Barrett Seaman:《走向破产:克莱斯勒汽车的故事》，Doubleday 出版社，纽约，1981。

㊵ Joseph Nocera：《特拉华州的困境》，47 页，Esquire 出版社，1990。

㊶ 彼得·德鲁克写给 Robert Monks 的私人信件，1993 年 6 月 17 日。

㊷ F. A. Hayek：《法律、立法和自由，第 3 卷：自由人民的政治要求》，82 页，芝加哥大学出版社，芝加哥，1979。

㊸ 由全国企业董事协会出版，华盛顿特区。

㊹ James J. Hanks：《来自 Hustings：政府在接管控制法律中的角色》，载《合并和收购》，第 29 期，1994 年 9 - 10 月第 2 期。这是自 1987 年之后保护主义浪潮的一部分，那时美国最高法庭宣判了 CTS 公司和 Dynamics 公司的案件，允许某些州制定反接管法令。

㊺ 乔治亚州 Ann. Sec. 法令第 14 - 2 - 205.5 条款。

㊻ 美国公司法律师协会：《其他选民条款：潜在的困惑》，载《商业律师》，第 45 期，1990 年 8 月 4 日，2261 页。

㊼ 同上，2259 页。

㊽ Wilshire 研究了宾夕法尼亚州股票市值超过 500 万美元的公司中的 63 %，研究期限从 1989 年 1 月 1 日至 1990 年 8 月 15 日。这两项研究和类似的研究惹恼了宾夕法尼亚州反接管立法的支持者，他们认为这些研究夸大其词。但是在一份 1994 年 6 月 17 日未出版的文章，名为《宾夕法尼亚州接管立法和股东价值：宾夕法尼亚州 36 号法案的财富效应》，加上 10 月 13 日新的公告，都对上述问题表示了“否定的，规模大而且统计数字巨大”的评判。

㊾ Tom Cannon：《公司责任》，79 页，Pitman Publishing 出版社，Marshfield，麻萨诸塞州，1992。

㊿ Edward S. Mason：《现代社会中的公司》，11 ~ 12 页，哈佛大学出版社，麻萨诸塞州，剑桥，1959。

(51) James Willard Hurst：《美国法律中的商业公司的合法性：1780 年 - 1980 年》，82 ~ 83 页，维吉尼亚州立大学出版社，Charlottesville，1970；“Dodge Brothers 公司与福特汽车公司案件：管理层的第一要义是寻求股东利润，而不是采取价格策略来实现雇员利益或者在技术进步中进行共享。”

㊷ Joseph Pereira：《分解人格：社会责任和尽可能的低成本开支》，载《华尔街时报》，1993年5月28日，A1版。

㊸ 同上。

㊹ Doug Bandow：《社会责任：一个保守的观点》，载《Utne Reader》，1993年9－10月，62～63页，《商业和社会评论》于1992年春天再版。

㊺ 1989年Berkshire Hathaway年度报告，52～53页。

㊻ Adrian Cadbury爵士：《公司董事长》，149页，Fitzwilliam Publishing出版社，剑桥，1990。

㊼ Steven Prokesch：《强生公司如何应对羟苯基乙酰胺危机？》，载《纽约时报》，1986年2月27日。

㊽ 在1993年Omnibus Budget Reconciliation法案（OBRA）之前，只有一部分无形资产可以被注销，而另外一些只能在超过28年的时限后才能注销。这一保守的做法在1993年开始出现了松动的迹象。首先，美国最高法庭在Newark Moring Ledger案例中宣判，一项资产的价值如果可以衡量并且在日后升值，那么就可以对其进行折旧。接下来，美国议会通过了OBRA法案，可以对无形资产和一部分商誉进行15年以内的摊销，一些子目录下的资产的摊销时间更短。

㊾ John Jay：《星期日电报机》，1990年2月4日；也可参考如Bob Hagarty：《欧洲混乱不堪的会计准则》,,载《华尔街时报》，1992年9月4日；《外国公司蜂拥而至，对美国企业进行吞并》，载《华尔街时报》，1994年7月1日。最后一篇文章提到，国际会计标准委员会颁布了一项条款，要求欧洲企业从其利润中扣除商誉的价值，与美国的做法保持一致。

㊿ 1992年1月13日，本部分所有的引用来自于那篇文章。

(61) 写给编辑的来信，《财富》，1993年10月18日，34页。

(62)《运营收入、剩余收入和经济附加值的有效性：一个适当价值的视角》，Shimin Chen & James L. Dodd（http://www.drake.edu/cbpa/acctg/Dodd/mbaa/article.html）。

(63) Michael Jacobs：《短期美国》，哈佛商学院出版社，麻萨诸塞州，剑桥，1991。

(64) 要对日本兴起的资产净值法进行深入研究，请参考Howard D. Sherman & Bruce A. Babcock：《日本公司治理结构失衡的矫正：一个国际的视角》，载《公司治理顾问》，第1期，1993年12月8日，28页。

(65) 这一相关案例来源于Geoffrey P. Mazullo：《德国戴姆勒—奔驰公司在纽约证券交易所首次招股上市》，载《ISSue Alert》，第8卷，1993年4月4日，授权使用。

(66)《董事和公司治理：未来10年西方七国的发展趋势》，载《Oxford Analytica》,牛津，英格兰，1992年9月。

(67)《美国和西欧的企业社会报告》，特殊企业业绩报告，美国商业部，1979年6月，3页。

(68) Rob Gray, Dave Owne & Keith Maunders：《公司社会会计：会计和责任说明制》，Prentice—Hall International, Englewood Cliffs, 新泽西州，1987年，89页。

(69) 同上，如需要国际上关于公司治理这一领域和其他基本问题的研究资料，参考如《Caux商业圆桌公司治理原则报告》，Caux圆桌秘书处，海牙，荷兰，1994。

(70) Stephen Garone：《公司法人地位和财务业绩的关系》，The Conference Board，1999年2月8日。

(71) Alan Benjamin：《Prototype上市公司——公司核心报告》，2000年12月31日。

(72) David Engel：《公司社会责任的途径》，载《斯坦福法律评论》，第32期，1979年11月1日。

(73) John Herling：《价格大阴谋：电力行业反托拉斯的违规案例，3页，Robert B. Luce出版社，华盛顿，1962。

(74) 同上，5页。

⑮ 同上，9 页。

⑯ Clarence C. Walton & Frederick W. Cleveland, Jr. :《被诉讼的公司：电气案例》，34 页，Wadsworth 出版公司，贝尔蒙，加拿大，1964。

⑰ Herling，同⑬，97 页。

⑱ 同上，109 页。

⑲ 参考 Schmookler :《选择的远景》，93 ~ 94 页。

第 2 章

股东：所有权

股东通常是指公司的“所有者”，但公司的“法人性质”却提出相应的问题：公司能否以有意义和有效的方式被“拥有”。在任何公司组织中都会存在代理成本，管理者并不拥有企业资产。公众公司的经理与企业所有者的目标并不一致；公司治理的挑战就是要确保每一群体能够获取到需要的信息、具有足够的动力、被授予相应的权力，在公开和公平的过程中解决上述目标不一致所带来的冲突。这一挑战最初是由法律提出的，是我们现存法律体系所要求的关于程序性和实体性业绩的最高标准——受托人标准。所提出的有趣的是，这套标准现在也实施在股东（这里只是指机构投资者）和董事身上；更为有趣的是，在过去 20 年中，这套标准一直受到指责和批评。

为了能在文章中更好地理解股东的角色，在研究公众公司的问题之前，我们将花费较短的篇幅讨论“所有权”这个首要话题。当然，这个讨论不可能非常全面和详尽，但它的确为我们研究公众公司所有者的角色提供了一个平台。

在你阅读下面的简单材料时，记住我们提出的首要问题，即“在做某一决策时谁处于最有利的地位？这个人或者群体有权力做出这一决策吗？”请时刻牢记这两个问题。

在所有权的传统概念中，有哪些问题是公司形式想要解决的？
它打算如何解决这些问题？
这种公司模式的结果有哪些（预料到的和没有预料到的）？

定义

一般而言，我们所指的“资产”的“所有权”包括如下三个因素：

所有者有权依自己的意愿来使用资产。如果资产是食物，所有者可以吃掉或者把它卖掉。如果资产是块土地，所有者可以在上面盖房子或者种庄稼。

所有者可以控制其他人对资产的使用。如果资产是食物，所有者可以决定是否与他人共享，取决于他自身的意愿。如果资产是土地，所有者可以决定谁有权在上面行走。

所有者有权决定以他希望的条件转移所有权。如果是个产品，他可以限制所售或所出租物

品的使用。例如，他可以规定不允许购买者再次出售，或者他可以对购买者以及所有的未来购买者们做出限制，不允许他们将土地用于他所不希望的用途上。如果是块土地，所有者可以保留土地所有权，同时给予或者出售在其上行走的权力或者在这片土地上开发天然气或者石油的权力。这意味着所有者在获得资产的所有权时会受到约束和限制，在他将拥有的所有权转让或者出售时亦然。如果他有一个苹果树，并将树上所有的苹果都卖给了当地的一个农民，那么即使他感到饥饿也不可以从树上摘一个苹果充饥；如果他觉得此树碍眼或者他需要木材，他也不能够砍伐这棵树。

对于所有权的第四个构成因素目前还没有达成一致的看法：

所有者有责任确保他对资产的使用不会危及他人。正如一位最高法庭法官所言："我有权自由挥动我的拳头，但不可以接近你的下颚。"[①]如果有一条狗，所有者有责任采取预防措施防止他的狗咬到别人。经常会有特殊的法令要求限制资产的使用。如果处于所辖区域内，分区制法律可能不会允许所有者利用其资产从事商业活动。其他的区域可能不允许他的建筑阻碍邻居获取阳光，不允许他的收音机音量过高打扰邻居休息，不允许开办危险性的、怂恿儿童的事业。环保法禁止所有者将化学物质排放到流经其领域的河流中。如何在所有者使用资产的权力和所有者所在社区成员的权力之间保持平衡，已经成为从资产早期定义引申开来的律师和法律制定者面临的难题。

因此，所有权是关于特定资产的权力和责任的混合体。在某些情况下，这些权力和责任可能界定得比较清楚，在有些情况下则不然。所有权的大部分问题出在责任方面。比如说，拥有一美元或者一块面包是非常明明白白的事情；当然，也不可以把责任这一方面的事情"完全"归咎于所有者（尽管所有者不可以使用这一美元购买毒品或者雇佣职业杀手，人们更希望他将该资产中的部分用于上税）。

拥有某件事物的一部分意味着什么？例如，人们认为股东"拥有"其所投资的公司；但每一份股票并不代表公司资产中的某一部分，除非公司清算并且在赔偿债权人之后还有剩余资产[②]。此外，股东承担有限责任，这妨碍了他们阻止或者纠正公司的错误行为。拥有股票意味着什么？股票所有者的权力和义务是什么？这将是本章接下来将要回答的问题。

人类与他们所拥有的事物以一种特殊的方式发生联系。所有权并不仅仅是衡量财富的一种方法；它是个人满足的一个组成部分。亚当·斯密认为，对个人能够平静地享有资产进行保护是政府应该履行的少数几类合法行为之一。

哪里有巨额财产，哪里就有极大的不平等。有一个富甲一方的有钱人，相应的就会有500个穷人，与少数人的富裕相对应的是大多数人的贫穷。有钱人的富庶激起穷人的激愤，后者经常受欲望驱使、被忌妒怂恿而去侵占前者的财产。所有者的资产是经过多年劳作，或者也许几代人的积累才获得的，只有在政府的保护下，他们才会平安无事[③]。

所有权的早期概念

在人类历史的早期就产生了所有权的概念。圣经中的故事充斥了对财产的争夺，包括对苋菜以及雅各布遗产的激烈争夺。早期基督教的教义对个人资产的所有权充满了敌意，福音书反

复警告说财富是实施灵魂拯救的障碍：“富人进入天国比骆驼穿过一个针眼还难。”[4]但是，这些对财富的猛烈抨击最终丧失了在西方的主导地位，西方社会传统地回归到亚里士多德的观点上，将资产所有权以及其对公共福利的促进看作是社会持续发展的基础。

到18世纪后期，对资产观念的理解涉及到了所有者与所有物关系这个层次上；洛克认为财产能够提供个人生计之所需方才是合理合法的。人们认为个人资产所有权很重要，因为它可以使公民确保对君主制度以及集权的独立性。

西方产权概念的中心原则是如果个人拥有资产，他们就会有动力管理这些资产，进而与整个社会的利益相一致。亚当·斯密写道，即使一个商人“只关心他自己的收益，他是……被一只看不见的手所引导，实现其未曾打算实现的一个目标。”实际上，斯密认为，“在追求个人利益的过程中，他能够经常地促进社会利益的实现，这样的效果要比他刻意去做还要有效。”[5]这段论述是现今世界范围内各国政府政策的基础，包括私有化驱动程度截然相反的国家，如英国和智利。英国前首相玛格丽特·撒切尔将英国国有工业进行私有化的原因与智利劳工部长Jose Pinera将智利社会保险系统私有化的原因是一样的[6]：也即一个国家实现繁荣的最佳途径是实现社会中个人产权所有者能够追求他们自身的利益。

在某些文化和政治体系中，并不以个人财产所有权为基础。在一个以公平为最高原则的社会中，所有权是一种不平等的现象，经常会受到彻头彻尾的批判。卡尔·马克思在《共产党宣言》中前无古人地宣称：“共产主义理论可以归结为一句话：废除所有私有财产。”

在自由和平等之间存在着天然的对立。一方面，人类必须有自由表现其个性，在这样做的过程中会暴露他们之间的差别——即他们之间的不平等。另一方面，人们认为只有公平才是一个文明社会的可被接受的基础。这两种观点的冲突导致了个人贡献的价值的不确定性。究竟是按照人们的支付能力还是他们的需要来决定人们的拥有呢？共产主义在东欧的失败是一个极端例子。玛丽·安托万内特则提供了另一个极端例子，她曾说过，如果穷人们没有面包，那他们可以吃蛋糕！

公司的早期概念

如果没有私有产权的概念，也就不会有公司的产生。如果依旧是普天之下莫非王土的情形，所有权是直接还是间接也就无关紧要了，多人分享一个实体的所有权也就无从谈起。但公司是所有权之下的一个独特的衍生概念，它的产生具有不同寻常的原因，同时有着独一无二的特征。它的产生可以解决私有产权带来的某些难题；可伴随着它的出现也产生了一系列的自身问题。

第一代的公司更像是市政府而不是商业企业。它们是中世纪建立起来的城镇、大学和庙宇。它们是集体性质的组织——有时候以公司的形式——作为对付独裁者集权的保护措施，也是脱离王权控制创造财富和力量的源泉。之所以说它们是公司而不是合伙制企业，是因为它们的存在独立于任何一个特定的成员，所有的资产属于公司自身所有。

John J. Clancy在其富有思想性的关于语言学的著作中提及了公司，描述了中世纪晚期复式簿记的发展情况：“最初是查找账簿中的错误，后来发展成为专门的技能，用以将个人事务与公司记录区分开来。这样，公司就可以被看作是一个独立的实体，与所有者或者经营者

的个人事务独立开来。”[7] William Blackstone 先生，伟大的法律学家，在他本人的最早与公司相关的一个案例中裁定查理一世不可以单方面废除伦敦城中的特许执照。

最早的股份公司出现在 17 世纪早期的英国和荷兰，这是东西印度群岛快速发展的市场所带来的结果。1602 年，荷兰东印度公司被皇室授予经营许可，它的资本和股份没有任何时间方面的限制。英国的东印度公司在此前两年获得了伊丽莎白一世女王的经营许可。一个世纪以后，在东印度群岛发生了一次冒险性的失败，也即南太平洋泡沫事件，英国议会通过了一项法案（1720 年泡沫法案），禁止非授权公司发行股票。这意味着所有的商业性企业如果想以发行股票的形式获得资本，必须获得政府颁发的公司经营许可。

这样意味着公司组织可以在规则的约束下拥有财产，超越皇室特权和力量。这种集体性质的实体能够限制君主的干预行为，这是现代公司的基础。尽管受到时间、范围和目的的限制，公司力量可以用来对抗不受限制的政府集权制度。

这为政府带来了一个严重的威胁。通过获得公司的所有权，个人获得了财富，这给予他们独立的力量。“私有因素”的出现不仅威胁了王室的世袭权力，也影响了现存宗教的财富。全部国民产出中的大部分不再受统治者随心所欲的支配，无论这种支配是建造宏伟的大教堂，还是发动一场宗教战争。

> 对政府的不信任被组织起来，导致了政治力量积累到较小的地区、公司的手中，无需担忧因为它们都是以民主的形式组织起来的……如果整个国家都像公司那样组建和组织起来，哲学家和政治理论家难道还不承认这是一种理想的国家吗？[8]

从短期看，虽然公司的独立性对一个强势的中央集权政府构成一定威胁，但最终公司这种新形式的组织变成了政府的同盟（否则公司将不会被允许继续存在）。作为一个为成员共同拥有的实体，公司组织形式的独立性使得政府的权威更加易于被接受，同时也确实使得政府的权威更有必要。如果国家允许私有财产，政府必须有能力保护公民充分享用他们的财产。如亚当·斯密所言，为了能够安睡，政府必须提供“政府官员”。

双重遗产：个人的权利和公司的权利

从国家控制下争夺私有财产的斗争激发了欧洲人到美洲新世界的移民潮，随后相同的原因又激发了独立战争。在美国宪法和权利法案中，财产权受到特殊的保护。在美国保护并奉行的权利中，“财产”代替了《独立宣言》中“追求幸福”而成为不可动摇的一种权利。美国宪法对新国家中的公民做出了“生活、自由和财产”的承诺。

随着时间的推移，上述对于个人的誓言至少部分地延伸到了公司，虽然在美国宪法中财产被着重提及而公司却没有出现。在上一个世纪中，美国最高法院不止一次的裁定某些宪法保护的行为，如“言论自由”、“对取得财产过程中适当程序的保护”应当延伸到公司（法律的创造物），就像它们作用于自然人一样。如本书开始部分所言，至少公司和人同样有着不可分割的权利。

公司的所有者因此承袭了一个具有双重含义的传统，一方面，作为公司实体中的股票持有人，他们拥有作为个人的权利；另一方面，公司所有者也获得了延伸到公司实体上的权利。在这一部分中，我们将探究这种双重的继承。科纳德（ Alfred Conard ）指出，这种双重传统的发展远不是那么直截了当。“在美国宪法制定后的百年间，议会对行使商业上的权利表现得毫无兴趣。于此同时， 19世纪的美国建立了与众不同的立法模式，形成了独立处理公司文件的官僚机构，并着迷于借公司权利之名向公司苛索税款。”[9] 1819年，美国最高法院对麦克劳夫案（ the case of McCullough v. , Maryland ）做出裁决，当时大法官马歇尔（ John Marshal ）提出了如下问题：“议会是否有权成立一家银行？”虽然法院更关心的是联邦制度和州的权利而非公司法，但是裁决在此处与本文具有一定关联。马歇尔说：

> “由于赋予了自治权，成立一家公司的权利不是一项独立的权利。向宣战权和征税权一样，它不能伴随着一项权力而自行生效，或者作为执行其他权利的工具。它永远不是其他权利执行的目标，却是其他目标得以实现的途径。没有任何捐助是为成立一个组织而捐给慈善事业，但是却可以为管理慈善事业而成立一家公司；没有一所学校是为了成为组织而设立的，但是组织却可被赋予支持教育的特性。没有一所城市是纯粹为了成为组织而被建成的，但是城市却为获得最优的管理方式而成为组织。创建公司的权利从未被用来成立一家公司而使用，而是被用来影响其他事物。因此，如果假设成立公司的权利是以和自身直接相关的方式被执行的话，我们找不到充分的理由解释为什么成立公司的权利不能和其他所明确赋予的权利同时行使。”[10]

为了组织人才、资金和其他对技术和工业进步有重要意义的资源，所有权——特别是股份所有权——一般是必不可少的。正是借着在公开发行股票过程中产生的所有权，现代工业募集到了赖以生存的资金。在改造商业的过程中，公司的组织和生产线同等重要，二者都建立于同样的原则基础上——分工。如果你在一个椅子工厂工作，你不必知道怎样制造椅子零件，你可能只需知道怎样将椅子腿插入椅子座中。如果你想向一个椅子厂投资，你也不必知道如何制造椅子，你所需要做的事情只是去买一些椅子厂的股票。

在过去的500年中，股票所有权的概念对于西欧和美国的兴起功不可没。股票所有权提供了追求财富与自由的机会。西方人在与其他文化竞争的过程中，成功地借此进行自我激励、自我组织和自律。在对现代西方公司模式深入讨论之前，我们先简要考察一下东欧的情形，在那里，公司正在从头建立，公司的理想模型正在被重新创造。

公司的重新创造：20世纪90年代的东欧

一些人认为：那些使更大、更复杂组织成为可能的所谓“进步”，实际导致了更大、更复杂问题的出现。对于上述观点的争论，目前正在东欧和前苏联加盟共和国内进行。在过去的3/4世纪里，这些国家对待财产的方式建立于共产主义理想之上，即否定与个人相关的大多数所有权，结果是国家成为几乎所有财产的所有者。这些国家政治、经济上的失败为新领导人提出了历史挑战——检验西方公司和所有权模型的极端影响，设计一个新的系统并改善它。

凭证（ vouchers ）和价值

“ 1992 年 2 月，我访问了当时捷克斯洛伐克的财务部长哈威尔（ Vaclav Havel ），探讨了他关于国家经济私有化的计划。当时捷克正处于一个激动人心的历史时期，人们不厌其烦地讨论着凭证和投标的细节、各种资产价值评定的标准，然而最重要的话题是生活方式的转变。当时捷克正处于历史变革之中，变革的目标就是把原来以公共所有权为基础的经济制度转变为以私人所有权为基础的经济制度。变革之前，原来属于这个历史上比较富裕国家的商店和工厂等属于公有；变革之后，人们将在半个多世纪的时间里首次成为股东。在西方，公司组织经过了长期演进；而在当时的捷克，却要从头开始建立资本主义制度，这确实是一个可以称之为‘革命’的时期。”

“阻力是巨大的，这场变革遭到了几乎所有当权的官僚经理的反对，没有任何方法评定公司的价值，没人知道某一行业是否赢利。个人怎么能进行调查并做出市场所依赖的明智的决策呢？”

“人们是不可能做到这一点的。一种替代方案是，政府向捷克公民发放了象征性的凭证簿，其中含有使持证人拥有总量一定的‘点数’的凭证。持证人由此获得了向即将私有化企业的所有权进行‘投标’的权利。通过一系列的投标，企业的价值就被市场确定了，因为根据供求关系，‘投标’越多则价值越高，反之则低。”

“事情的具体发展是始料不及的。最终倒真是以一种自由市场的模式，产生了一批愿意出几倍高价购买凭证簿的‘基金经理’，他们最终获得了发行在外的凭证簿的绝大部分，并因此在私有化进程中获得了很高的杠杆。随着事情的发展，这一点是越来越明显，而事先对此却是一无所知。到我访问时为止，捷克显然没有足够的时间和办法确保私有化的进程的管理是‘公平’和‘经济’的。”

“我当时问哈威尔部长：‘你怎能保证私有化的进程是公平的？’”

“他回答到：‘我现在还谈不到公平问题。我只能期盼别发生过分不公平的事情。目前对我们的政治支持还比较稳定，在这段宝贵的时间里，我必须完成的事情是把所有权分配到捷克人民手中。一旦人民变成了所有者，民主化的变革将势不可挡。’”

——孟克斯(Robert A.G.Monks)

美国公司的演进

为了更好地理解公司组织演进，我们需要把时光的指针拨回到哈威尔改革之前的 200 多年。美国诞生在对权威有着深刻反叛意识的背景下，并坚定地致力于使权利从一个监督和平衡的系统中获得合法性。最初争论之一产生于 19 世纪 30 年代早期，问题的焦点是“美国银行”的特许地位。虽然有发行货币的权利，但是该银行却是一家私人银行。它不用上税，议会也无权特许另外一家类似的机构。作为对上述优惠条件的回报，银行允许政府指派 25 名董事中的 5 名。银行的权利使民主党人塔尼（ Roger B. Taney ）——议员和后来最高法院的大法官——感到震惊，并评论到：“这种权利集中于少数人手里，虽然该权利的影响无处不在，但是权利却是在秘密和看不见的情况下被执行，既不可靠又凌驾于人民和政府的控制之上……如果产生所言之危险，那么国家中的每一个人为此警醒都不为过。”[1] 上述评论是关于未经监督的私有权利的典型观点。

在美国建国早期，公司经营的特许是根据国家立法机关颁布的特殊法律授予的。为了获取公司特许，申请者必须就下列条款与立法者进行谈判：“公司成立的目的，活动的地点，通过

发行股票募集资金的数量，董事的权利。”[12]这种行为背后的理论是国家应当逐一详细地审批每一家新公司，防止不当行为的发生。但是，如希格（Harvey H. Sagel）所言，非但没能起到监管的作用，该程序“滋生了贿赂和腐败”。于是在1811年，纽约执行了新的公司法令（虽然只适用于生产性的公司），其他各州纷纷仿效。尽管如此，国家仍然涉之甚深。

> 申请必须经州秘书或其他高官批准，这些政府官员强制执行关于公司的规定，如：在公司正式运营之前必须注入最低数量的资本，失职的股东必须为公司的任何债务承担个人责任——最高可达他们股票认缴额的未付差额。公司被课以重税，同时必须接受针对公司有权发行的各种证券的严格规定，例如普通股、优先股和债券[13]。

南北战争以后，公司之间开始形成所谓“托拉斯”。当同一行业中的公司集中经营而非各自为战时，他们显然会共同控制价格。当时这种行为并不违法，甚至不会招致非议。这些新实体中的董事被称为“理事”，这一称呼在银行、非赢利组织和证券部门中沿用至今。希格指出：“在行使如此宽泛的自由决定权的过程中，理事们开创了一个重要的先例，即公司由职业经理人经营而非大股东。”[14]第一个反托拉斯法宣告了托拉斯的终结，但是职业经理人却延续了下来。

相关案例：标准石油和大企业的涌现

在19世纪70、80年代，一些公司达到了相当的规模，但并非通过内部成长，而是兼并。其中最著名的例子就是标准石油公司。最初标准石油更像一个卡特尔而非一家公司——由一家最大炼油厂指挥下的一群小公司构成，当然，这家最大的炼油厂就是洛克菲勒的俄亥俄州标准石油公司。

洛克菲勒首先创建了一个炼油行业联合会并出任了第一任主席，最终联合会变成了一个巨大的、纵向一体化集权公司。到1880年为止，标准石油“集团”或“联盟”网罗了40家独立公司。1882年，这40家公司的股东为取得石油托拉斯的认证而相互交换股票，托拉斯授权一个有着9名理事的机构“统一对若干家标准石油公司所属企业事务实施监管”，此外，托拉斯授权当地的分支机构接管标准石油在各州的经营，这一举措使标准石油避开了各州针对外来公司的税收。结果，标准石油本已牢牢控制的新兴的石油行业，协同效应使其控制进一步加强。到19世纪90年代早期，标准石油的原油开采量占到了全国石油开采总量的25%。

虽然伴随着美国最高法院1911年的判决标准石油公司宣告解体，但其他企业集团避免了反托拉斯的利斧。例如，卡耐基（Andrew Carnegie）于1901年创立的美国钢铁公司，该公司创造了行业产出总量的60%[15]。

公司组织演进的下一个阶段是股权的广泛分布（同时意味着更加分散）。福特公司股票的首次发行具有典型意义，赫伯斯塔姆（David Herbstam）的著作中对其描述如下：

> “它使美国老百姓相信购买股票——同时拥有大公司的一部分，在生活中确实是可能的。通过购买股票，老百姓变成了美国资本主义的参与者，他们既是工人，又是所有者，是福特二世的下级，并是合伙人……这则消息激起的兴奋在华尔街也是罕见的，人们盼望着能够股票一发行就介入……在谈判的早期，股票委托人对每股50美元的价格就已经感到满意，但是随着狂

热的不断升温，实际的价格达到了 64.5 美元。大约 1 000 万股被销售一空，承销商达到了 722 个。在一个公开发行达到 10 亿美元就令人羡慕不已的时代，福特股票的公开发行达到了 64 亿美元。然而这还仅仅是个开始，狂热仍然在继续，股市牛气十足，福特股票曾短期内达到 70 美元左右并最终稳定在 50 美元。福特家族新加入了 30 万福特公司的所有者，纽约股票交易所的凡斯顿（ Keith Funston ）说：‘这是一个公共所有权历史上的里程碑。’同时，这也是避税的里程碑。据估计，福特和他的 4 个孩子节约了 30 亿美元的税金，而对公司的控制权依旧。

这一事件标志着美国资本主义的历史性变化，华尔街对诸如福特这样的公司的影响大大增加。华尔街变成了福特家族的合作者，福特家族必须对华尔街的标准做出反应。过去，华尔街并不对上市公司提出过多的要求，但是股票市场正在经历一场变化。战前只有少数人拥有股票，他们很大程度上是历史悠久企业的股东，并属于同一个社会阶层。股票市场类似于一个绅士俱乐部，社会的其他人士是被禁止进入的。人们拥有股票是因为他们的家族长期持有该股票，他们的投资与其说是为了获取更多的收益，不如说是为了保护既得利益……股市中人一般都是富人，并且他们长期以来都很富有。”[16]

这是一个旧体系的颠峰标记。福特变成了最新的蓝筹股之一，同时，蓝筹股之间变得越来越不相关。战后时代开创了一个新世界，与以前股票市场上充满了俱乐部式的长期投资者的传统不同，纽约证券交易所发誓要把每一个美国人变成股东，股东通过在他们认为最优秀的企业家身上下注可以迅速赚取大量财富。股票买卖的双方都充满了渴望并急不可耐，一方希望筹集资金，而另外一方想提供资金。“‘安全购买’已经没人提了，要想真正的实现投资安全就得采取大量行动。购买施乐或宝利来显然比购买美国钢铁或福特更精明，但是施乐和宝利来旋即又被炸鸡公司和私立医院财团取代了。”[17]

共同基金允许投资者限制下降趋势的损失而充分利用上升趋势，盖瑞（ Gerry Tsai ）投在忠诚基金的 25 万美元 3 年后已经达到了 20 亿美元。华尔街已不再是豪门子弟的孤岛，它向任何人（也许，是任何白人）敞开大门。“人才流动效应对任何涉足商圈的人都有重大意义，无论对于投资者、公司经理或者初出茅庐的商院毕业生。与在公司中按部就班地工作相比，一个人可以通过投身华尔街赚取多得多的财富，在这里，聪明才智可以迅速得到回报。但是对于公司而言，人才流失的影响是无法计算的。”[18]

公司开始考虑他们真正的产品不是日常生产的产品，而是股票！赫伯斯塔姆描述到：在福特“不仅高层领导来自财务领域，而且股票市场的喜好也在无形之中准确地影响着公司的决策；关于生产决策对于股票市场的影响，在公司内也有着大量的讨论。”[19]

与此同时，一种新型的“托拉斯”——公司注册托拉斯——正在美国小州特拉华州形成。该州虽然是全美第二小的州，却赢得了“深入基层服务”的竞赛，现在它已经成为大多数美国公司的家，至少在法律上是这样。在 100 年时间里，美国的公司经营执照制度经历了巨大的变化，由最初经营执照必须向州立法机关审批，发展到特拉华州首府的路边店铺贴满了如下广告：“在您等候时，请注册一家公司。”伍德罗·威尔逊（ Woodrow Wilson ）作为新泽西州长，说服州立法机构通过了国家的第一部反垄断法，然而他一离开新泽西赴任美国总统，该法就被废止了。

关于公司方面的法律权威人士通常分布于各个州，联邦政府对公司治理没有权力。其中的

道理在于，国家希望各个州成为“试验室”，彼此从他州的成功与失败中学习，并努力的相互赶超。然而实际情况是，虽然他们确实彼此学习并相互赶超，但是学习或赶超的并非是努力服务于经济、股东或社区，而是努力吸引更多的公司和他们的税款。

在公司经营目标或公司财务结构的问题上，国家是否应担当某种审批的角色？或者，这种问题还是应当留给市场解决？对于第一个问题，应当提出哪些问题？会导致什么答案？对于第二个问题，为了使投资者群体做出科学决策，应当要求披露哪些信息？

公司组织的核心要素

“对于债权投资人和雇员，一切应当从合约的角度考虑；而对于权益投资人，一切应当从选择权的角度考虑。那么，为什么公司法允许经理层制定据之以管理公司财产的条款呢？为什么将更多的自由处置权赋予了具有私利的管理层而不是无私的监管者呢？管理层的行为实质上不受法规的限制，为什么投资者将巨额的资产委托给了管理层呢？问题的答案在于公司法的经济结构，对问题的回答也有助于解释公司法的结构。公司是一套明确的和隐含的复杂契约，公司法赋予参与者选择不同契约组合的能力，在庞大的经济系统中有代表不同风险和机会的各种契约组合，但却没有一套对所有人均是最优的。因此导致了以赋予权利为特征的公司法结构。”[26]

作者想传递的思想是：公司法给了公司经理层在选择资本和治理结构上很大的灵活性，但与此同时，股东可以利用资本市场的竞争选择他们认为最好的公司。我们认为，所谓“选择权”有点名不符实，因为它一被执行就不存在了。股东有权选择投资于哪家公司，公司也因此向股东大献殷勤。但是股东一旦投入了资金，他们影响公司的权利就退化了——正像本章讨论的那样。上述引文的作者看上去似乎承认这一观点，具体体现在论述：经理层和股东均“对结果心照不宣的情况下各行其责”[27]。

如果假定股东知道这样的结果，那么这种假定公平吗？他们有能力以一种有意义的方式对此做出反应吗？你有什么证据支持你的观点？

个人产权经过长期演化，演变出多种共有企业的模式。按照达尔文主义者的观点，公司之所以能够作为受到青睐的合法组织在现代商业中盛行，是因为它是最适应者。如克拉克院长在第一章中描述所言，公司综合了多种富有吸引力的特征，其中包括：有效获取管理与财务资源的能力、容易实现财产转让的能力、对于一家绩效欠佳的公司公开取得控制权的能力。

公司制或组织的特别可取之处有：

- 对组织的基本原则进行了高度的事先确认。针对其他商业形式，没有很多法律。以托拉斯之类的实体为例，适用的法律是习惯法，比起成文法来难于判断、理解和预测。
- 金融市场已经发展出易于适应股份发行和转让的机制，合伙制企业则比较麻烦。
- 在极端的情况下，出资人可以对管理层及其调整做出决策；但是在合伙制企业中，出

资人不能对一般合伙人的地位做出调整。

但是，如我们先前解释的，公司最吸引人之处是有限责任制。投资人的偿债责任仅仅限于投资额（或认缴额）。

有限责任在这里意味着公司可以承担很大的风险、发生很大的负债，但却不必对公司所有者的个人财产产生威胁。如果没有有限责任制的保护，富有的人可能不愿意冒失去所有财产的危险去投资企业。过去的200年中，总是有资本支持研究、创新和技术改进的主要原因之一是：由于有限责任制，“投资者”（与积极的参与者相对应）可以通过多投资几家公司来分散仅仅投资于其中任何一家公司的风险。

虽然有限责任制下所有者仅仅承担有限责任，但这并不意味着投资的风险就消失了，也不能理解为其他人自动地分担了偿还公司债务的责任。公司失败对许多个人、社区和政府造成不良影响，如第一章所论述的那样，公司将内部活动的成本作用于外部环境的特性是一个持续存在的问题。

相关案例：合伙企业与公司制企业的对比

假设有两个同时破产的企业，一个是合伙企业，而另一个是公司（为了分析方便，我们假设合伙企业仅仅有一个合伙人）。两家企业分别经营各自的造纸工厂，而且在经营过程中产生违反环境法规的液体和气体排放，对所在社区造成了严重的物质和财产损失，环境执法部门已经就两家企业的问题展开调查，遭受损失的社区也开始寻求法律解决的手段。

合伙企业由于归个人所有，因此除了用个人财产进行赔偿外没有其他选择，最高赔偿额为个人所有财产；而公司只需以公司所有财产为最高限度进行赔偿，如果工厂目前正在被租给他人运营，公司甚至不需做任何赔偿。公司系统的好处在于：公司股东在负债风险面前得到了有效保护，他们至多损失他们所投入的财产，而不必对超出他们投资的负债承担责任。与之形成对比的是，经营造纸厂的个人却损失了几乎所有个人财产。在两种企业形式下，社区、雇员、供应商、顾客和其他利益相关者均遭受了损失；但是，只有在一种企业形式下才有行使追索权力的机会。所有权的公司制形式并没有改变成本，只是改变了所有者承担责任的范围。

如第一章的论述，公司限制了责任，但是它并不能限制风险的发生，公司的风险可能会延展到许多公司外部的实体。虽然如此，由于公司有限责任的优点，加之投资分散化和技术进步所带来的好处，公司可能成长到巨大的规模。对于现代公司，实际上没有对于其企业活动范围、资金规模、经营国度和存续时间的限制，因此，我们对公司拥有影响其所在社区社会环境的能力感到毫不吃惊。与个人相比，公司有更多的钱资助选举（这在美国、日本和许多欧洲国家是一个十分严重的问题），有更多的资源影响立法和执法，它们可以雇佣最好的律师、政治说客以及媒体顾问。但所有这些花费都被最终转嫁给了顾客和股东。

因为具有影响制定、解释和执行法律的能力，许多公司内部活动的结果影响到了公司外部。在造纸厂的例子中，我们假定一个造纸厂是私人所有企业而另一个是公司，虽然它们都面临着相同的市场，承担着相同的责任，但是公司有另外一个重要的优点——它能更有效的参与立法过程，并最终影响有害物质排放标准。此外，公司还可以更加有效地组织本企业和社区中的人士，在法庭上和那些认为公司的排放对其造成损害的人一争高低。所以，现代公司中的所有权

造成了非常不对称的效应，公司股东和管理者最大限度地获取了利益，而成本则由整个社会承担。

相关案例：汽车业中的自愿限制性协议

1980年至1982年期间，“三大汽车公司”——通用、福特和克莱斯勒——税前损失为80亿美元，与此同时，国内市场份额跌到了71%[22]，而在1955年，三大汽车公司的销售额占到了国内销售额的95%[23]。在遭受到了巨大经济损失的同时，三大公司的市值跌到了140亿美元以下，通用占其中的80%[24]。

里根（Ronald Reagan）1980年当选总统后，将与日本达成“自愿限制协议”（VRA）定为执政早期的第一要务。“自愿限制协议”（VRA）实际是为了保护本国行业而对外国竞争者进行限制的协议，因为根据这一协议，国内、国外厂商遵循的是不同的游戏规则，竞争是不公平的。协议的核心是国外厂商“自愿”和“暂时”的遵守协议，尽管事实上他们既不“自愿”，也不“暂时”。根据政府的观点，协议的优点在于保护了国内工业的同时，避免了直接违反关贸总协定的有关条款，避免了保护主义之嫌，避免了违反国内立法。因为协议是所谓“非正式”的，所以也不会在法律上遇到反垄断的问题。协议的内容是从1981年开始限制轿车和卡车的进口。里根1980年在底特律竞选时曾说：“我认为政府有一种迄今没有履行的责任，那就是政府本可以合法地施加影响，使日本相信从他们自身的利益出发，在美国汽车行业恢复的过程中应当减少向美国的汽车出口。”[25]在接下来的3到4年里，三大汽车公司经历了爆炸性的反弹，赢利水平都创造了历史新高。以1984年为例，汽车业务的净收入超过100亿美元，营运现金流量超过200亿美元，可支配现金超过160亿美元，市值飞升到370亿美元，市场份额小幅回升到74%[26]。短期内，所有最直接的选民都从中获益。汽车行业工会的工人在享受着稳定的工作的同时，工资在几年内也高于社会平均水平。公司赢得了利润和现金，股东增加了投资价值，甚至日本公司也因从中获益而感到高兴。“进口汽车的限额为日本生产商带来了实惠，他们极好地利用了机会并极大地加强了在美国市场的地位。由于人为地限制供给，日本生产商提高了产品的价格，增加了利润……由于价格升高，一辆汽车带来的利润增加经常超过2 000美金，日本汽车的美国经销商网络变得更加强大。”[27]有很多关于“自愿限制协议”的研究，其中之一估计：在向其他部件供应商分流之前，“限制”产生的现金流增加约为60亿美元。与之相应，1984年至1985年间，美国汽车行业现金流量的35%到45%可以归因于“限制”[28]。每位顾客为每辆汽车额外支付的费用为500～2 000美元，总的客户损失达到了53亿美元[29]。一项研究估计：“截至1984年，‘限制’为美国生产商带来了89亿美元的利润增加，实际上相当于全行业当年的利润总额。”[30]“自愿限制协议”造成的价格上升具有明显的卡特尔特征，消费者仍然购买汽车，但是每辆汽车要比以前多支付的价钱最高多达2 000美元；而通过限制竞争，美国汽车制造商大幅度提高了价格。因此，美国汽车工业在80年代中期获取的利润实际上是在政府的控制下由消费者转移给3大汽车公司的。当然，受益者还包括日本生产商——整个过程中一个始料未及的受益者。

参阅第六章《通用汽车公司的案例研究》。“自愿限制协议”帮助底特律竞争了吗？消费者应当承担一个行业竞争失败的损失吗？

所有权和控制权的分离，第一部分：伯利和米恩斯

本章之初在描述的所有权分别适用于一间房子、一部汽车或一群牲畜时，情况是相当简单的；但是，作为一名有着分散股权公司的“所有者”，与无形实体有着无形联系。虽然公司实体拥有有形资产，但是这些资产同“所有者”的联系却是令人怀疑的。

在本章开始部分列举的由所有权产生的权利中，只有一条被股东明白无误地执行：利益的转让权。这也非常简单，在证券市场发展的过程中，该权利事实上一直被赋予压倒一切的优先权。一股股票首先是高度可转让的，交易系统确保希望进行股票买卖的双方迅速成交并为此收取一定费用（通常会在条款中规定）。值得注意的是：在公司接管时期，即使如此重要的权利也会被公司管理层和政府限制。公司可能会制定“毒丸计划”（参见第一章）或实行其他反接管条款，从而限制了股东以双方达成的价格将股票卖给一个有意购买者的能力。在其他情况下，例如在时代—华纳交易中，公司管理层可以阻止股东选择公司合并的对象。

在这种条件下，探讨本章开头谈及的、有关所有权的另外两种权利意味着什么呢？首先谈谈对财产的使用权。除非股东将股票兑现、用股票抵押获取贷款或者作为礼物赠给他人，股东是无法真正使用股票的。股东也无法使用股票所对应公司中的财产，即使所持股票的价值相当于一张桌子或电话，股东也无权从公司拿走或使用这些物品，更别提就这些物品的使用向公司内的人指手画脚了。

作为所有者的股东并不参加管理他们资产的公司活动，股东之间也没有联系，他们的共同利益局限在股票价格。戴维斯（Davis）描述如下：

> 公司同资产和行业的联系远甚于同相关个人的联系。物的因素被夸大，而人的因素却被低估。股票的购买者认为他们在获取一个公司的利益，而不大认为他们同其他股东有着广泛的联系。对于大多数股东而言，他们不知道其他股东是谁，也不愿意劳神把这件事弄明白。如果知道公司的资产值以及管理这些资产的董事们都是谁，他们就已经心满意足了[⑦]。所有这些“是一个过程，是一个在我们的时代似乎已经达到了顶峰的过程，特征就是从所有权概念的任何重要意义上讲，所有权都是不复存在的。”[⑧]

股东对股票本身有着至高无上的控制权，但是由于股东的能力有限，他们放弃了控制他人使用其资产的权利——该权利被授予了公司的管理层。事实上，这也是公司组织对于投资者的好处之一。股东虽然没有专业技能和时间，但是他可以将财产委托给具有时间和专业技能的人；同时，弊端也由此而生，所有权和控制权的分离成为公司治理问题的根源。

公司所有者拥有的是股票票证，后者代表着公司对应比例财产的权利。股东拥有的仅仅是股票票证，公司本身（或者可能是它的分支机构）是公司资产的所有者。但是，股票给股东带来了特殊的权利和义务，其中部分是联邦法律规定的，部分是由公司注册所在州规定的。股东的权利被经典地界定如下：（1）出售股票的权利；（2）选举代理人的权利；（3）如果公司的董事和管理层没能尽到义务，股东提起诉讼的权利；（4）从公司获取一定信息的权利；

（5）公司破产时，在债权人和其他提出要求者获得偿付后对某些剩余的索取权（或者根据《公司法》提出重组的权利）[3]。

> 但是，在现代公司中，所有权的两个特性（控制权和经济收益权）不再集于一人或一个群体，股东已经交出了对财产的控制权。虽然最终责任和权利与股票所有权相联系，但是股东已经变成了纯粹的资本提供者和风险承担者。另一个特性同公司控制权相关。因此，我们能否根本地认为我们不再处理传统意义上的资产？关于资产的传统逻辑是否还能适用？因为一个自己经营资产的所有者可以从中充分获益，所以能否必然得出结论：一个交出其财产控制权的所有者应该得到同样充分的保护？[4]

今天的公司变得越来越大，远远超过一个世纪前任何人梦想的程度，虽然那时的实业家洛克菲勒（John D. Rockefeller）、万德比尔特（Cornelius Vanderbilt）、梅隆(Andrew Mellon)和卡耐基（Andrew Carnegie）统治的企业帝国的规模、业务范围和威势已经可以与整个国家匹敌了。当时的公司虽然有着社会股东，但是，这些公司的创始人为了保证他们的管理职位而持有大量股票。今天的情况大相径庭，无论是比尔·盖茨（Bill Gates）的微软，还是最近山姆·沃尔顿（Sam Walton）的沃尔玛特，公司被一些所持股份与机构投资者所持股份相比相形见绌的人经营着。现代企业股东是如此多样和分散，以至于和传统意义上的企业所有者相比显得有点面目全非。

很多人关于公共所有公司的所有权研究是从哥伦比亚大学教授伯利和米恩斯开始的，两位学者首先认识到大型公司中所有权与经营权的分离。

“财产原子的分裂摧毁了在过去3个世纪中我们经济秩序赖以存在的基础。从中世纪结束以来塑造我们经济生活的私有企业，一直植根于私有产权制度。在封建制度下，私有企业之前的经济组织以多个个体之间相互的责任和权利为基础，尽管这些个体并不拥有财产，但他们与财产的关系确定了责任和权利。私人企业假定了一个对生产资料拥有完全财产权利的所有者。封建经济生活的组织建立在一套复杂的、具有约束力习惯法的基础上，而私有企业系统下的组织建立在所有者个人自利的基础上——仅仅被竞争和供求状况约束的自利。长期以来，自利被认为是经济效率的最佳保证。人们假定：如果个人在认为适合的情况下使用财产的权利以及从使用财产中充分获利的权利得到保护，那么就有理由相信：对个人利益、利润的欲望将充分地激励个人有效地利用他所拥有的实业资产。”[5]

我们应当记住：为了使企业经营的更好而将所有权和经营权分开，并不是任何一个人的决定，没有任何有意识的选择使股票交易变得像在每天结束时才结束的“纸片”赌博一样。为了适应快速发展的经济，发生了技术和程序上的变革，这些被视为进步的变革驱动了美国企业经营权和所有权的分离。市场对流动性和隐私权收取了一定费用，其目的在于驱动相应经济系统的运作和扩张。直到几十年以后，有一个事实才日趋明显：当时那些优先考虑的问题可能会创造一个像猫追尾巴一样的短视的系统。

相关案例：自相矛盾的所有者

为了通过多样化分散风险，养老基金将资产分散给6到10名不同的资金经理，每个经理都按照

自己的方式和假设运作。在特定的一天中，一半经理购买“联合机械”的股票，而另外一半经理向购买“联合机械”的经理出售股票。在大多数日子里，养老基金拥有相同数量的“联合机械”股票，但是必须刨除交易费用。一年一次，3～5名代表基金持有股票的资金经理会在登记日收到投票代理权。在“联合机械”成为“国际产品”敌意收购对象的年份中，一部分资金经理支持现有管理层，另一部分则支持收购者。

基金经理允许这些现象的发生与其受托人的责任相容吗？如果基金资产包括“国际产品”的股票，而“国际产品”股价并购后可能会下跌，那么这种情况和基金经理相关吗？当基金既是“联合机械”又是“国际产品”的股东时，作为一个受托人，怎样检查上述交易呢？

在以持有股票为特征的系统中，每一项“改进”都以方便交易为目的，但是看上去似乎没有人注意到这些“改进”也使行使传统的所有权变得更难。这些所谓的传统所有权曾经一度被认为等同于在保持市场有效运作的“看不见的手”的作用下，自由买卖的权利。

股东执行被赫斯特（JamesWillard Hurst）称为“传奇的监督权”的能力已经被严重地侵蚀了。有两个原因对此做出解释：

第一，如伯利和米恩斯所言，股东的巨大数量剥夺了股东的权利。管理层有着切实的动机增加股东的数量[8]，更多的股东意味着更多的资金，同时，通过扩大股东数目降低股票价格也有利于提高股票的可转让性[9]。

第二，增加股票数量对管理层还有另外一个好处，那就是降低股东搜集信息并进行有效监督的动机和能力。例如，加利福尼亚公共雇员退休养老系统是美国最大的股票投资者，相对于300亿美元的通用汽车公司市值而言，它在通用汽车公司中2.5亿美元的投资仍然显得不是那么重要。如果公司的股东成百上千、甚至成千上万，每一个股东又可能拥有多家公司的股票，那么没有任何一个单一股东能够对公司进行有效的监督。当你的投资有限，并且即使知道问题所在也无法采取行动时，你付出的努力能赢得多少监督呢？

艾森伯格教授（Melvin Aron Eisenberg）曾经提出“股东赞同限制”的看法[8]，他解释道：按照目前的法律和做法，公共所有公司中的高层管理者就决策提出建议，股东对这些管理者建议的赞同或者是象征性的、被强迫的，或者由于利益冲突而偏离了本意，或者该赞同在某种程度上被削弱[9]。按照他的观点，如果（按照代理约定）股东根本不投票而由管理层代表股东行使投票权，或者持有股票的股票经纪人、受托人在未征询股东意见的情况下进行了投票，那么股东的赞同就是象征性的。股东赞同由于利益冲突偏离了本意的情况是指：由于同公司管理层具有某种商业联系，机构投资者可能会在管理层的压力下被迫同意他们原本反对的管理层提议（参阅本章相关案例：朱尼尔在布斯贝港的投资和R.P.斯切尔和花旗银行）。

在某种情况下，股东的赞同是被强迫的。当管理层将股东期望的行动——红利发放——同与股东利益冲突的条款联系起来时，这种情况就发生了。例如，在1989年，拉马达公司（Ramada Inc.）的管理层许以慷慨的现金派送，要求股东通过一系列反接管协议[10]。什么使股东赞同被削弱呢？如果股东的选择被自利的管理层进行了限制，那么股东的赞同就会被削弱。“例如，股东可能会投票赞同由管理层提议的一项规定，原因是管理层的提议比现行规定更好，而管理层对议事日程的控制使股东只能在现行规定和管理层的提议之间做出选择。即使股东可能

更倾向于做出不同的选择，程序上的安排也使其没有机会提出别的建议。”[41] 这反映出管理层作为代理人的巨大优势，这种优势一方面体现在程序上，一方面体现在具体的问题上。艾森伯格认为，股东处于一种“被剥夺了权利”的状态。

剥夺股东权利的问题已经存在了一个多世纪，然而只是近 20 年来由此导致的一些事件才唤起了人们对该问题的注意。在 20 世纪 80 年代，接管时代本身就是所有权和经营权分离所导致的问题的具体表现。管理层和试图接管者施加给股东的不公使人们认识到：没有人对股东担负足够的责任，这种责任的缺失对美国公司的竞争力和活力都造成了损害。这一点我们将在后面详细讨论。所有权与经营权的分离是不经意的，它和另外一个重要的事实无关：对于从两权分离中最为受益的人而言，两权分离是方便和最好的。当 20 世纪 80 年代试图重新将所有权和经营权联系起来时，股东发现，由于缺乏行动能力，他们重新获得敦促管理层负责的能力是不可能的，特别是当公司管理层无意改变自以为运营良好的公司系统时。

结果，哈佛大学教授詹森（ Michael Jensen ）在《公共所有公司的终结》一书中预言：“没有”所有者的现代公司缺乏责任的约束，这将不可避免地造成竞争无能。20 世纪 80 年代末期的杠杆收购重新将管理层和所有权联系起来，詹森认为，杠杆收购为公司的未来树立了榜样。

分散的所有权

除了所有权和控制权的分离之外，还有很多其他特征使现代企业股份的所有权区别于传统的所有权：

- 数量众多。在美国最大的公司中有着数量如此巨大的股东，以至于从关注并参与公司事务的能力、个人在公司中经济利益的比例角度看，一名股东已经不能被视为“所有者”。
- 法律问题。所有权在法律权力的持有者（受托人）和有享受收益权的所有者（各种各样的委托资产受益人，包括养老计划的参与者和共同基金的参加者）之间的分离，已经造成了利益上的混乱。受托人和受益人之间的关系通常由特定的法律确定。受托人可能是个人，或者是有特殊目的的公司，受益人可能是个人或者是由个人组成的团体——他们的身份可能多年不为人所知。
- 职能。“一个经常被提及的说法是马的所有者应当履行职责。如果马活着，那么所有者就必须喂养它；如果马死了，那么这个所有者必须埋葬它。但是没有这样的职责和一股股票相联系。”[42]

公司拥有股票票证，但这些小纸片不能使股东自动接受传统上与所有权相关联的权利和义务。伯利和米恩斯观察到：“最重要的是，所有权的地位已经从积极变为消极。一张小纸片替代了实物资产（生产工具），但是所有者对实物资产——他们对此拥有股份——无法实施控制权。在拥有实物资产的时代，他们却可以对实物资产做出决定或者负有责任。但是现在，股东不承担与企业或企业的实物资产相关的任何责任。”[43]

- 对于个人的意义。“过去与所有权相伴的精神价值已经被从所有权中分离出去。实物资产除去能够以一种更加确定的方式给所有者带来收益以外，还可以由所有者设计，并给所有者带来满足。实物资产在这种情况下代表了个体的一种延伸。”[44]

相关案例：朱尼尔(Junior)在布斯贝港的投资

在从企业获取收益的权利和企业对社会产生影响的责任之间存在着传统的关系。本世纪之初的1926年，这种关系在一封发表于《梅恩街和华尔街》杂志上的父亲写给儿子的信中得到了生动的说明：

“现在，朱尼尔，在你上大学之前，我想把我在布斯贝港电灯公司的投资给你。该公司服务于我们的老邻居和朋友，我希望你继续对我们在该公司所持有的股份感兴趣，同时也希望你对此负起责任。如果妥善经营的话，该公司将造福于我们的社区，并在未来的几年中提供你的学资。但是，你千万不能忘记：你对该公司负有部分责任，我们家帮助创立了该公司，这份责任是你所有权不可分割的一部分。某天我曾读到美国最高法院大法官布兰迪说的这样一段话：‘在我的脑海中不存在不可能获罪的股东，虽然事实上他可能是无辜的，但是从社会的角度看，他不可能免于获罪的可能。他从公司中获取利益，这是他的企业，他有义务监督那些代表他们的人，确保那些人实施的商业政策与公众福利相容。’在上述问题上我赞同他的观点。我们这样一个伟大国家的政府建立于私有财产基础之上，这种对于财产的责任构成私有财产制度的基础，并且是私有财产制度的理性所在。”[5]

让我们将朱尼尔和他父亲与今天的股东对比，并假想今天的股东就是朱尼尔的儿子特里普(Trip)——一个在维德盖特公司工作的雇员。该公司是一个中等规模的制造公司并实行固定福利的养老计划。参与养老金计划的员工无论向公司投入了多少，只要投入了，那么在退休后每月均会收到一张养老金支票。假想特里普已经为公司服务了20年，并将于15年之后退休，而他的办公室同事刚刚加入公司并将于5年后退休，二人考虑问题的重点可能非常不一样。特里普和他的同事与朱尼尔非常不同，对于所投资的公司，朱尼尔有着他们所不具备的责任感。事实上，特里普说不出他们持有那些股票，因为在他和那些股票之间隔着多个中间环节：公司董事会主席首先指定一个指定受托人，该受托人再雇佣投资经理购买股票。特里普“拥有”数千家上市交易公司极其微小的一部分，对于代表他购买哪些股票的问题他毫无发言权，他只有事后才会知道有关情况，有时甚至事后也不知道。朱尼尔和布斯贝港电灯公司之间有非常可靠的沟通系统，而特里普和布斯贝港电灯公司之间隔着投资经理、监督人、受托人、指定受托人和公司的总经理。

此外，关于他们养老计划的持股方案，特里普和他的同事也没有非关心不可的兴趣。他们惟一的正事就是获得养老计划承诺的福利，至于这些福利是来源于股票、债权还是黄金，则与他毫不相关。特里普惟一要求的权力是要求受托人忠实、称职地维护他的利益，这一过程实施起来可能相当复杂。受托人通常是一家银行，可能有着会造成利益冲突的商业关系，这将特里普置于和朱尼尔差别很大的情形，例如，受托人将会从一些公司认购股票，这些公司要么是它贷款的对象，要么是它代发工资的对象。有报道称：一个受托人想对所投资公司的管理层投否定票，最终却被本公司的经理层阻止了[6]。为什么要为此争斗呢？股东毕竟没有做出高质量投票决策的经济兴趣，他们更注重避免责任。既没有强迫受托人的行动，也没有受托人因未能履行投票代理责任而支付赔偿。无论对所有者的责任投入多少精力和心机，受托人都不会因此获得报酬[7]。更重要的是，公司知道股东应当如何投票，而作为股东的特里普却对此一无所知。托管人只想从对管理层的例行投票中尽量少地损失利益，同时尽可能多地获得利益。即使受托人想更积极地对待股东责任问题，由于存在各种障碍，实际上实施起来也会变得不可能，这些障碍包括：“集体行动”现象、“搭便车”现象、机构受托人大量的利益冲突问题、源于联邦政府“代理权规则”的法律障碍、州法律的障碍以及州法庭对管理层习惯做法的默许，这些问题我们将在以后详细讨论。

此外，特里普的总经理投资于布斯贝港电灯公司的兴趣也和特里普和朱尼尔大相径庭。总经理最关心的是在特里普退休后能否支付所谓固定福利，并尽可能减少其中公司支付的部分。此外，总经理

可能还希望尽量减少在这些事情上的时间投入，毕竟养老金同公司的产品与销售的关系不大。所以，总经理会促使投资经理提供投资结果（虽然他会和其他总经理们一起抨击投资者的“短期观点”）。如果他介入投资事务，他可能会面临所谓的“艾里莎困境”[48]。一方面，作为一名公司经理，他可能倾向于支持那些条款；另一方面，作为一名股东或董事，他可能会觉得管理层受到了过分保护。

在20世纪20年代，当特里普的父亲和祖父带着私人利益谈及布斯贝港电灯公司的时候，会感受到他们和所投资公司之间真切的联系。在90年代，特里普和布斯贝港电灯公司之间却隔着受托人、监督人、投资经理和公司的老总。

上述案例涉及人对所持本地公司的股份是否持续地怀有兴趣和责任？他们中是否有人有能力、条件或兴趣为公司提供全面指导？

考虑到股份所有权性质的变化，股东是否是“失败的所有者”？如果这样的话，他们是否有权将他们的财产置于政府的保护之下？（参见本章“所有权的早期概念”中亚当·斯密的引文）。

公司股权分散化——虽然不是股东所要求的——减少股东对公司外在特性的责任。这可以从市场价值的角度来解释，例如，公司可能会由于“不良治理”而造成贬值[49]，如果是这样的话，这也为受委托人重新集合分散的股权并为股东恢复价值提供了基础。

与其称之为“失败的所有者”，不如将现代的所有者称为“退化的所有者”，甚至“非所有者”。考查没有所有者状态下的公司十分重要，前耶鲁大学法学院院长曼宁（Bayless Manning）对其有如下描述：

> “现在让我们设想一家公司，与其他商业公司相比，它除去两点之外完全一样。不同之一在于：该公司放弃了一个重要的法律前提——股东拥有公司，取而代之以股东仅仅拥有股票；另一不同点是：股东在公司中没有投票权。在上述假设下，股东类似于签订了委托投票协议，他拥有全部与股票相关的经济权利，但是没有通过投票选举和更换管理层的权力……考虑到公共所有公司中权利分配所产生的问题，与本处未详加讨论但是却被我们日常所遵循的模型——家庭作坊式的、带有杰弗逊色彩的、为坚定的终身股东所有并运营的小企业——相比，上述模型的指导意义要好得多。作为一种被接受的有效工作模型，它可能反映了将来对大公司进行法律控制的方针。综上所述，我们形成了以下述四条法律变化为核心的统一模型：对更高集中程度的管理权力的接受是必要的；对于股东的投票权是或者可能成为一种制约因素的说法，应当降低期望；强调信息披露、自由退出和转让，并将其视为对股东的基本保护；针对管理层将公司资金用于非公用途的行为，同时也为了公司资金本身，应当发展新的外在机制。”[50]

在经过了大约50年之后，曼宁当年的描述似乎已经成了当代公司的精确写照。如果抛开股东或所有者责任，就无从谈及用来保证管理者对股东、对社会整体责任的“新的外在机制”的概念。人们在很高程度上认同所有权的必要性，但是对下述问题却难以达成一致：怎样使所有权有意义？怎样准确的定位所有权？所有者在哪里？

所有权和控制权的分离,第二部分：接管时代

如上所述，所有权的基本权力之一就是向他人转让所有权的权利。确实，由于将转让权视为最为重要的权力，在本世纪大多数时间里，所有者愿意放弃一些其他权力。为了实现股票的自由转让，股东不得不承担有限的责任，股票也不得不被保持在较低的价格上进行交易。上述两种情况均弱化了所有权和控制权的联系，为了仅仅承担有限的责任，股东被迫放弃除最基本的公司决策之外的任何权利；为了将股价保持在一个确保流动性的水平，股东不得不同意他们的公司增发数以百万计的股票，结果使任何单一投资者难以持有具有较大影响力份额的股票。由此，产生了所谓的“华尔街规则”，由于将转让权视为股东最重要的权力，投资者“或者投票支持管理层，或者卖掉股票”。股东可以通过卖掉股票——理想的情况是卖掉大量的股票以至于造成股价下跌——向公司管理层发出有力的信息，如果股票的价格跌到很低的水平，以致于公司成为接管的目标，那么管理层将采取行动维护股东利益[51]。爱德华（Edward Jay）指出：

> “这个经济理论需要数量多于一人的，能够自由将股票转让给投资者的股东。单纯出售股票就像政治避难，通过‘用脚投票’的方式离开独裁者，虽然这样可能削弱经济，但是在解决个人问题的同时不能够终结——甚至不能削弱——独裁。与此相似，股东之间的股票的交易虽然可能使股票价格下跌，但是却不能赶走管理层——甚至不能对其产生威胁。相反，如果持不同意见的股东离开，可能会正中管理层的下怀，在管理层企图借此通过新规章的情况下尤其如此。
>
> 上述理论当且仅当如下条件时才会有效：股东最终可以将股票卖给一个具有接管实力的机构投资者，该投资者进而接管公司并解散当权的董事会。”[52]

一个羊的社会必定造就一个狼的政府。

——伯特拉德(Bertrand de Jouvenel)

20世纪80年代，接管、垃圾债券和机构投资者的增长产生了震撼性的影响，动摇了公司组织的每一个方面，直至根基。由此产生的最出人意料的变化可能是：公司治理这个老学术问题成了激烈讨论的焦点。公司治理，这个一度为学者和理论研究者所专有的晦涩名词，被与公司相关的团体吹去了掩盖其上的蜘蛛网。公司治理被赋予新的角色的同时，也重新定义了公司的角色。

然而，这场讨论变得和政治和商业现实如此不相关，原因在于大多数关于公司治理的理论与现实关系甚微。理论假定了建立于虚构基础之上的状态和角色，然而，虚构作为讨论的基础可谓利弊相生。在理论上，公司由管理者经营，公司内存在由股东和董事会的检查和平衡所构成的系统，经营者被置于该系统的制约之下。上述3个自利的群体在法律限制的范围内追求自身利益的最大化，该过程不仅使3个群体、而且使整个社会都从中受益。当然，受益者还包括现在被称之为“利益相关者”的群体，主要包括：雇员、供应商、顾客和社区。与上述理论假设形成鲜明对比，现实中不存在检查系统，公司治理也因此失去了平衡。

公司治理中的不平衡被20世纪80年代两个事件的冲突显示出来，这两个事件相互影响。第一个事件是机构投资者的兴起。即使那些当年为1974年《雇员退休收入安全法案》的通过而竭尽全力的人也未曾料到，在短短不到20年的时间里，受该法案控制的基金已经持有了美国公司1/3以上的股票。机构资产大量涌现于20世纪70、80年代，创造了一批精明、强大和受法律制约的机构投资者。如果他们“谨慎”地、“抱着专一的目的”维护养老计划参与者利益的话，他们就和执行股东所有权的受托人毫无二致。

与此同时，接管时代给股东带来大量需做出反应的情况。企图并购者和管理层均利用股东被剥夺权利的状况，制造了大量对股东不公的事件，对此，我们将在下面讨论。机构投资者的出现突然对委托投票权的行使提出了许多要求，其中不仅包括会计、审计意见，而且包括董事对管理层的记录。因为有了一批成熟的投资者能够理解所有权的含义，能够像受托人一样受到足够的法律制约行使所有权，并且强大到当他们行使所有权时能够产生决定性的影响，所以，所有权的价值第一次变得明确起来。但是，机构投资者真正这样做的时候需要一段时间，在这期间，公司董事会和管理层可能会进一步减小股份所有权的价值。在下一章，我们讨论董事会作为受托人的角色之后，我们将再次回到这个问题。此处，我们将讨论机构投资者对于所有权的影响。

如前所述，许多为股票市场开发的技术和系统将流动性和股权的可转让性作为基本目标。事实上，可转让性是如此重要，以至于为了维持可转让性市场甘愿放弃其他许多与所有权相关的权利。早期的股票票证就像支票或其他财产所有权证书，可以通过直接转让实际票证的方式转让股票。20世纪50年代早期，每次转让股票至少需要5个文件，5个文件用针别在一起交由办公室前笼间里的办事人员通过正式的仪式处理。这种系统能够发挥作用，但是过于简单，例如，在1950年夏天，一天内股票市场的交易量从未超过75万股。

这个系统对于即将到来的处理量是不足的。此外，它还过于繁琐，过于侵犯股东的隐私权。在20世纪80年代晚期，在政策制定者辩论是否采取“断路”措施（为了防止股票市场崩溃，即类似于1987年10月下降了500点的情况发生）放慢甚至停止交易时，纽约证券交易所一天的交易量高达2.9亿股。

普遍的可转让性极大地改变了股东同公司关系的性质。为了保护投资并提高投资效果，投资者必然参考公司业绩。投资者不得不考虑投资效率，同时，投资者也受公司处理自身事物的方式、社会对上述处理方式认知的影响。在缺乏便捷的退出或出售方式的情况下，传统的股东用“声音”或所有者权利维护自身利益[8]。“发行可转让股票的公司将潜在的大量资金的长期风险转换为少量资金的短期风险。因为可上市流通的股票能够以每天（或更高频率）公布的价格出售，所有者不会在设备生命周期内被拴在公司身上，而是可以在他们认为合适的时候兑现股票收益，或者通过放弃股票限制损失。可上市流通股票将所有者的长期风险转化为投资者的短期风险……”[9]增加的股票数量和更强的可转让性联手制造了一个恶性循环，其原因是用“声音”影响公司能力的丧失使“退出”成了惟一选择。

对于主要从短期买卖中获益的投资者而言，事实上不能认为有效监督具有成本效益。低买高卖的期望是如此具有欺骗性，以至于一个有吸引力的行业——“流动资金管理”——已经盛行起来。由于事实上机构投资者就是市场，因此，至少它不能指望依靠“流动资金管理”行业

战胜市场。艾里斯（ Charls D. Ellis，前特许金融分析机构总裁）曾说：“投资经理建立在这样一个简单的基本信念基础之上：职业投资经理能够战胜市场。但是该假设看起来好像是错误的，特别是对特大型的投资机构更是这样。因为这些机构管理着大多数信托财产、养老基金和捐赠资产的大部分，它们本身已经有效地成为市场了。”[5]福斯（ William Fouse ）——梅隆资产管理公司的主席——在接受《福布斯》记者马晨（ Dyan Machan ）时曾经说道：养老基金的管理“就像猴子在树上交换香蕉，资金经理会以获得很多香蕉而告终。”[6]养老基金寻找能够长期战胜市场的流动资金管理者的努力一直不成功。很多养老基金将资金交给前一年表现出色的经理，但是由于统计上对平均值的回归，该经理很可能在将来不会做得同样好。

一种替代的投资方案是“指数投资法”，在这种方法下，基金购买某个指数包含的所有股票，例如标准普尔 500，股票将被持有而不是用作交易。这样基金既不会战胜市场，也不会表现得更差，只会复制市场表现。一条《福布斯》的新闻标题对这种战略的简单性做了如下总结：“就是什么也别干，坐在那儿。”[7]

在 1997 年，标准普尔 500 指数战胜了美国 89.9 %的股票基金。如果以多年作为统计基础，这一比率则上升为 99 %。

投资决策常常建立在投资顾问推荐的基础上，但是顾问很少建议指数。“如果每个人都那么做，那么投资顾问很快就无事可做了。养老基金依据提供的建议向投资顾问支付费用，而相同顾问由于对投资经理业绩的测量而向投资经理收取费用……有很多故事是关于投资经理如何与投资顾问沆瀣一气的，投资顾问推荐某一投资经理，前提条件是投资经理继而向这个投资顾问支付高额的费用。”[8]一个罕见的例外是通用磨房养老基金，该基金竟然敢于“彻底地出了格，不但不解雇在某一年业绩低于平均水平的经理，公司还会给他更多的钱，而且这部分钱还是从表现最优秀的经理处分流过来的”。结果，通用磨房养老基金创造了最优的长期投资记录之一：到 1992 年为止，在长达 15 年的时间里，年净资产收益率达到 17 %[9]。因此，毫不奇怪，对于总资产超过 7 000 亿美元的 135 家基金的研究得出了如下结论：“业绩和在雇员、经理以及昂贵的建议上的花费之间没有正相关关系。”[10]当然，无论是个人投资者还是机构投资者，每一个投资者都希望能够成为例外而战胜市场，这使我们回忆起一个笑话，玩扑克者曾这样说：“如果我们都玩的很好，那么我们都可以赚钱。”虽然没有任何统计上的依据，但是这种希望部分地解释了股东看待自身方式的转变：不再是一个投资者，而是一个投机者。

当然，另外一个能够使资金经理感受到最低限度所有权的刺激是短期自利。频繁的交易会立刻产生交易成本，同时监督必然涉及到资源投入，而收益却不能马上得到计量——实力强大并挑战控制权的大股东除外。从长期来看，这导致了整个商业系统成本的提高。

唤醒沉睡的巨人

股票的可转让性也对公司产生了影响，该性质意味着股东和经理层的利益建立于不相容的基础之上。投资者希望在股票价格达到顶点时立刻卖掉股票，而经理层则需要稳定的长期投资者。美国的公司系统最初建立在资本运营业绩的基础上，虽然现在资本还保留在公司中，股东却换个不停。机构投资者的成长，无意之间发挥了重新引入股票所有权稳定性的作用，但是，

这一切的发生，只是在接管时代产生了弊端、机构投资者受到震撼并采取行动之后。

股票市场理论基础的组成之一是这样一个观念：股东之间应当尽可能频繁地进行股票交易以保证股票市场的“有效性”。虽然股票交易系统首先被设计用来促进股票的可转让性，但是，在接管时代有一个明确无误的事实：有一种转让是不能被容忍的——从一个集团到另一个集团的控制权转让。虽然对于“公司控制权市场”有理论上的支持，但是，创造一个现实控制权市场的途径刚一产生，公司、律师、立法者甚至法官都忙不迭地取缔它。

一种不合理的做法称为“双层报价”，这种方法被用于1985年雷诺公司（R.J.Reynolds）对纳比斯科公司（Nabisco）4.5亿美元的收购案，这也是有史以来最大一起非石油接管案。在这起交易中，收购者为愿意转让股票的人报出高出市场10美元的价格，直到获得被收购公司51%的股票。其余排队等待中的49%欲转让人将被舍弃——就像奥力弗（Oliver Twister）一样，他们的所获将比奥力弗的稀粥还要微薄，例如，一张声明出售股票的请求在15年内不能得到支付的通知。出于本章中后面阐明的原因，机构投资者一定会作为受托人排在转让队列的前面，与15年之后被支付10美元相比，他们不能错失现在被支付10美元的机会。

相关案例：一股一票

根据所有权的比例享有投票的权利，是股票所有权最重要（并且是最宝贵）的方面之一。100股股票的持有者与10股股票的持有者相比，对公司事务有着10倍的发言权。在20世纪80年代的接管浪潮中，每一个公司都有随时被接管的危险，对于努力保护自己（在某些情况下，也是为了保护股东）的管理层而言，这一规则变得危险起来，于是管理层决定改变这一规则，使他们能够更容易地从股东处“拿走”投票权，具体做法类似于阿拉丁（Aladdin）故事中用新灯换旧灯，管理层提供某种交换，用新的、缺乏投票权的股票交换“一股一票”的股票。在阿拉丁的故事中，灯的魔力在于精灵，而在所述的股票交换中，旧股票的魔力在于它的投票权。这个故事之所以重要，是因为它提出了关于所有权的两个问题：投票权被假定用来确保管理层履行责任，如果管理层能够买回具有投票权的股票，那么股票还有多大的价值？如果管理层能够自己对自身的责任加以规定，那么管理层的责任还具有多大的意义？

1986年，纽约证券交易所向证券交易委员会发出请求，希望取消长期以来对在该交易所上市公司一股一票的要求[61]。一股一票是一个缩写，它指一种投资数量和投票权数量严格成比例的资本化方式。与此形成对比，在双类或多类系统下，少于1%资本的投入者，却可以凭借他们特殊种类的股票获得超过50%的投票权。

纽约证券交易所和其他证券交易所一样，在美国独特的证券系统治理系统下是一个所谓的“自我管理的组织”[62]。这意味着纽约证券交易所在证券交易委员会的许可下，有权发布自己的规定。一旦获得证券交易委员会的许可，纽约证券交易所发布的规定具有法律效力。证券交易委员会一直例行公事般批准纽约证券交易所提交的申请，主要原因是以往申请的规定大多数是“例行公事”，但是，这次申请有所不同。

在对国会的陈述中，纽约证券交易所主席菲兰（John J. Phelan）说道：就在建议取消一股一票规定的前几个月，“我们一直声明——现在还要重申——纽约证券交易所支持在过去的60年中独自奉行的标准：一股一票”[63]。在纽约证券交易所提交取消一股一票规定申请后不久，上述发言陈述之前的另外一份陈述中菲兰也承认：一股一票的规定“对上市公司有好处，对股东有好处，对国家有好

处……在一个理想的世界中，很多人可能希望该规定得到保留”。那么，为什么纽约股票交易所要取消该规定呢？原因在于其他股票交易所允许公司发行一股少于一份投票权的股票，尽管每家交易所都有自己关于该类股票的规定。大多数公司只有一类股票，两类投票权的结构传统上只适于传统的家族企业，如王公司和华盛顿邮报，这些公司既想获取公众资本，又不想放弃对企业的控制权，于是他们便采取发行两类投票权股票的方式上市。投资者在购买股票时已经对此了然于胸，降低了的投票权在股票价格上也有所反映。

但是，对于机构投资者介入和实际责任的担心与日俱增，导致了公司管理层设法剥夺股东权利，通过强制性的“交换”将两类股票授予股东可能是一个完美的解决方案。纽约股票交易所担心，本交易所“一股一票”的规定可能会给本所上市公司带来竞争劣势，并导致本交易所上市公司转投其他规定更为宽松的交易所。部分公司希望通过将公司变得“私有”一点以防止接管的发生，同时又不想支付过高的代价，这就对股票交易所带来了改变“一股一票”规定的压力。菲兰主席在他的陈述中如此描述这个问题：“为了回应敌意接管，少量——但却是越来越多的上市公司已经请求股东允许在投票权上做出改变，这样会直接或间接地给公司管理层更大的控制权。在某些情况下，这涉及到第二类普通股，这种股票每股有着多份投票权……”证券交易委员会没能使各个交易所均同意接受统一的标准，于是纽约证券交易所出于自己的顾虑，请求证券交易委员会同意其放弃“一股一票”的规定。按照一贯的做法，证券交易委员会所需要做的事情就是批准纽约证券交易所的请求。

然而，证券交易委员会在1987年决定首次采用议会在1975年授予的权力，对各个交易所发布一个强制性标准，但是这种做法却遭到了商业圆桌会议的成功挑战，商业圆桌会议就此向哥伦比亚特区巡回上诉法庭提出了上诉，并最终胜诉。虽然法庭从未质疑“交换”股票的做法具有强迫性质，但法庭判定制定该项规定超出了证券交易委员会的权限。随后，纽约证券交易所自愿采纳了“一股一票”的规定，商业圆桌会议赢得了战斗，却输掉了战争[8](在本书写作过程中，又有一项关于取消“一股一票”的未决建议，所以战争可能还未结束）。

问题事实上并不在于公司是否能够发行具有不同投票权的股票。投票权受到限制的股票从来就没有被禁止过，例如，没有投票权的优先股就经常被发行；真正的问题在于投票权受到限制的股票是以何种方式提供给股东的。令纽约证券交易所的建议充满争议的是，该建议允许“交换”，即允许公司用投票权受到限制的股票交换具有完全投票权的股票，当然，在这个过程中，公司一般会提供给股东一点好处，例如一定的价格补贴。在1986年至1987年间，大量提供给证券交易委员会的证据表明：“交换”带有强迫性，因为提供给个人的利益使得拒绝“交换”成为不可能，即使股东群体作为整体将受到其损害（参阅本章对于“卖还是不卖：囚徒困境”和“双重报价”的讨论）。

换言之，“交换”方案可能被设计成这样一种方式：即使“交换”与股东的利益相冲突，股东也会接受。所以，关于“一股一票”的讨论焦点在于：应当设置什么样的程序性保护，保证投票权受到限制的股票在提供给股东时，股东能够做出公平并且经济上合理的选择。

股东坚持认为公司的效率和合法性依赖于经理层，经理层实际上是作为委托人的股东的代理人。在管理者“代理成本”上升的条件下，生产率和创新就会下降。例如，在发表于《法律和经济学杂志》上的一篇重要文章中，易斯特布鲁克（Frank Easterbrook）和费斯切尔（Daniel Fischel）认为：剩余索取权和投票权的分离，始终会造成“代理成本”，进而在公司监管上造成很大的低效。他们发现，“一股一票”防止了不必要的代理成本产生[9]。他们同时提供证据说明：如果股东甚至在理论上失去了通过使管理层忠于职守的方式控制公司的能力，那么公司将停止对股东利益最大化的关注，并会变得自高自大和缺乏效率，造成供给和需求的脱节，业绩也会下降。此外，如果经理不能被保持对反映

公司业绩的、清晰的、公共的标准——如利润、销售额和增长率——负责，那么他们关注的焦点将从公司的外部转移到公司的内部，公司管理层将更重视同雇员、供应商或者当地社区保持良好的关系，而非通过改进产品或服务提高市场占有率。不可避免，公司的主要目标将变为自我永续，结果是令人窒息的官僚主义。

证券交易委员会也听到了另外一种观点，认为将资本结构转变为具有两类投票权股票的过程不可避免地具有强迫性。为每一类股票提供相同价值的外在努力，反过来必然会增加转变资本结构过程的强迫性特征。易斯特布鲁克和费斯切尔设想了投票权市场的可能性："集体选择的问题将会对投票权的市场价值产生强烈的影响。因为没有股东期望影响选举的结果，为了避免预期的资产价值被稀释，他们会选择卖掉投票权。股东的理由是：如果我不卖掉投票权，其他人也会卖，如果这样的话，我的资产价值将会受到实际损失，而投票权却不会带来任何收益……因此，将投票权和股票结合在一起的做法提高了公司组织的效率。"通过执行有关规定将股票投票权分为几种，保护了董事和管理者，使其免于被解职的危险，管理层就会倾向于牺牲股东利益而实现自我永续。

如果给任何股东稀释或放弃投票权的机会，那么他们可能会身陷两难境地。哈佛商学院的教授鲁巴克（ Richard Ruback ）已经论证："虽然外部股东可能采取集体行动选择不'交换'，但两类投票权的资本化过程的条款能够被如此构造，以至于迫使外部股东'交换'……"因此，他解释道："个人外部股东的理性选择可能会导致对整体外部股东有害的结果。"换言之，当股东面对有投票权限制股票的发行时，个别股东理性以及财务上的最优选择——当该选择成为足够多的个体股东的共同选择时——可能会导致全体股东资产价值的显著减少。

这并非"一股一票"首次造成争议，在美国的财务史上，这个问题扮演了一个丰富多彩并富有戏剧性的角色。1925年10月28日，哈佛大学政治经济学教授李普雷（ William Z. Ripley ）警告道："除非在实际发生或即将发生破产的情况下，业已发行的股票完全是对投票权力的剥夺。确实，股东整体一直具有惰性，将大多数与选举有关的权力授予他人，但是在极端恶劣的情况下，他们一直能够被唤起并进行自助。在任何情况下，他们均对利润和损失表示出同等的关心。"在他的著作《梅恩街和华尔街》中，李普雷描述了极端不合理例子。在一个例子中，瑞昂公司（ Industrial Rayon ）发行了60万普通股，其中只有2 000股带有投票权。李普雷引起了社会对此种不公的关注，并由此在公众意识中引发了一场风暴，"一股一票"成为了美国著名工业公司的标准资本化方式[⑥]。20世纪20年代，美国的公共事业公司和公共投资公司被持有少量股票的经理层稳固的控制，这些公司的灾难性经历导致了强制这些公司执行"一股一票"的立法[⑦]。《公共事业资产公司法案》是对长达78卷的联邦贸易委员会报告的回应。在该报告中，联邦贸易委员会说道："除了公司以及我们赖以获得贸易和收入的公众之外，还存在一个和管理权、控制权结合在一起的、由少数所有权构成的第三方，他们就像在外地主。显而易见，无论何时这个管理群体被权利欲望或者对超额收益的贪婪驱使，其他众多股东就会被当作没有——如果有的话——任何权利一样对待。在很多情况下，这样的管理群体已经不能胜任期望中那样的公司和股东的受托人。"

《1940年投资公司法案》也与此处论述相关，立法历史表明，该法案的颁布主要出于三个因素：更大比例的投资者介入（根据美国证券交易委员会提供给议会的参考报告，每10个投资者中就有一人介入了投资公司）；投票权和股票利益之间的严重分离；由此造成的高级和低级股东之间的利益冲突。通过1940年法案的立法和执法的权威人士，证券交易委员会发现：具有不同投票权的多等级股票，是造成40年代投资行业盛行的腐败和不公的主要因素。针对这种情形，该法案增补的第十八部分，该部分将"一股一票"用于投资公司。莱威第（ Athur Levitt，当时美国证券交易所的主席，现在证券交易委

员会的主席）在1987年说道："纽约证券交易所反对不具有投票权股票，其历史原因之一在于这种股票20年代在公共事业行业的使用。不具有投票权的股票是那时公共事业行业实现个人控制的基础，它一方面最终导致了该行业的崩溃，给公众对资本市场的信心造成了悲剧性的损失；另一方面导致了以《公共事业财产公司法案》的形式出现的直接政府管制。"[8]

该法案基于如下方针：管理层必须对有权通过投票赶走他们的股东负责。"一股一票"建立在这样两个基础上：一个是令人注目的、日益增加的罪恶事实；另一个是管理层、对股东负责的需要二者之间的分离。该规定是有效和有用的，直到接管时代产生了新问题。在接管时代，股东有能力坚持履行有意义的责任。那时纽约证券交易所很快丢弃了该规定，至少是尝试丢弃该规定。

参与的框架

管理股票公共发行和交易以及交换机制的管制框架，几乎完全由新交易时代的两个重要法律设定。在进行了广泛的辩论之后，作为对20世纪20年代后期股票市场繁荣局面背后所隐藏的管理不善、欺骗和舞弊等行为的回应，议会通过了《1933年证券法》和《1934年证券交易法案》。在《1935年公共事业资产法案》和《1940年投资公司法案》中，具有不同投票权特征的多种等级股票在相关公司中被绝对禁止了。尽管工业公司尝试着对特定的错误和不公进行补救，但是立法者仍然试着完成一项困难得多的任务。他们设法建立一套关于公司责任的程序，即一套公平的规则以保证股东在可能的条件下享有最广泛的、保护自身经济利益的自由。在寻找一个可靠并且熟悉的模式中，立法者将目光转向了美国自身的政治责任传统。

与美国的政治相对应，股东被视为投票者，董事会成员被视为经选举产生的政府官员，代理权争夺被视为大选，公司宪章和细则被分别视为宪法及其修正、增补。如同政治民主发挥保证政府和公众权利的合法性的作用，公司民主将控制、否则无法控制的权利在个别人手中的积聚，并使该过程合法。就像普遍的公民权是政治民主的基础一样，"一股一票"构成了公司民主的基础。

所有权和责任

股东自己的责任是什么？股东从公司的业绩中获得回报，风险是什么？既然普通股的基本属性之一是有限责任，股东是否应当对公司给社会产生的影响承担某些责任？换言之，股东责任有限到什么程度？

没有不可能获罪的股东

最高法院大法官布兰迪（Louis D. Brandeis）在辩护个人或公众在大公司中享有的权利方面有着十分卓越的职业生涯，他曾经满怀激情地写下了股东所有权道德方面的文章。他的部分

评论在前面布斯贝港电灯公司的投资案例中已经被引用过，那段话向我们生动地反衬了现代股票所有权已经从它的本源漂离了多远。

“在我的脑海中不存在不可能获罪的股票购买者。个人可以通过进入企业赢得获利机会，或者在相当安全的抵押或债券的基础上，有机会得到比理应得到的回报更大的回报——一种在不承担任何责任的前提下获得了收益的机会。这一事实不仅同我们的法律完全矛盾，而且同我们本应对投资者持有的整体态度相矛盾。如果从不让投资者承担自身行为后果的角度，认为这些投资者是不可能获罪的，那么这种认识是非常不道德的。如果这种观念被追随，那么必定会给我们的社会造成非常邪恶的结果。如果一个人购买了在合法性或者做法方面值得怀疑的公司的股票，那么他就不是清白的。在这种情况下，股票购买者在法律上肯定有罪，而且社区也应当做相同的判断，购买者的责任应当得到追究。爱尔兰资产的英国所有者已经被追究了相同的责任，即使是他们的财产监护人被迫陪伴了爱尔兰的在外地主，该财产监护人也因每一次迫不得以的行为而获罪。

虽然事实上他可能是无辜的，但是从社会的角度看，他不可能免于获罪的可能。他从这个系统中获取利益，这是他的企业，他有义务监督那些代表他们的人，确保那些人实施的商业政策与公众福利相容。如果一个股东没能做到这一点，那么他就必须对此绝对负责——除非有确切的证据表明他曾经致力于产生正确的结果，但是这种努力最终却被大多数人的做法淹没了。仅凭股东个人与商务中有问题的决策无关的事实，我们不能断定股东无罪，即使股东挑选了社区中有很高地位的绅士并将代理权托付给该绅士，也不足以减轻该股东应被追究的责任。

从社区、社区的福利以及公司工人福利的观点看，通过发行股票实现所谓股权的民主化是肯定有害的。如此广泛的股票分布分散了股东责任，对那些仅仅持有5股、10股甚至50股的股东尤其如此，他们会认定自己在一个有千百万资金的公司中没有任何影响，接着就会产生无论他们做什么都无足轻重的想法，或者由此干脆什么也不做。最终导致的结果是，实际控制公司者被解职的可能微乎其微，除非公司中出现了如此严重的丑闻以至于使外部股东感到有必要联合起来以实现自我保护——即使这样也不足以保证更换管理层。管理层更换的情况很少发生，一种可能是管理层由于某种应当受到谴责的做法导致了公司的财务失败，因而自己辞职。

我认为，广泛发行的股票并非福音，相反，它构成了对我们社区最严重的危险之一。这是一种最糟糕的在外地主，这种在外地主远比爱尔兰深受其害的在外地主危险得多，无论如何，控制权在爱尔兰集中在少数个人手中。通过在千百万股东中分配象征性的控制权，持有股票者当中产生了一种绝对的非责任感。只要坚持并且在可能的情况下增加红利，处于某些位置上的个别人就可以在不负其他任何责任的情况下延续对公司的绝对控制权。

虽然承担发放红利的责任在某种意义上非常正当，但是可能导致同股东利益相冲突的行为。

众所周知，董事会对少数代表的克制不仅导致多数公司被一个或两个人控制，而且排除了对占有控制地位的权威的批评。即使董事会不是被高度控制，从公司获得了好处的董事之间一般也会有“和谐的合作”。

在如何向董事会、股东团体以及法院上诉问题上，少数股东几乎一无所知；个体股东也无力承受与当权管理层进行交涉的经济负担和风险，因此，同董事解除合约的诉讼程序很少发生，除非董事会成员发生了剧烈的变化——这种情况实际非常罕见。

对少数股东的保护要求公司绝对禁止签订与董事有私人利益联系的合同。此类合同不应当仅仅被宣布为可能无效，而是应当绝对无效。”[9]

机构投资者又如何呢？与个人投资者相比，机构投资者不仅承担着受托责任，而且有着投资机构身份，这要求机构投资者在满足合理的经济性条件下采取必要的行动。尽管个人投资者既可以忽略布兰迪法官的观点，也可以通过放弃作为公司股东的权利和责任而置个人经济利益于不顾，但是机构投资者作为受托人没有这个自由，它有义务谨慎地经营好与所有权相关的所有资产。机构投资者——无论单个还是总体——规模如此之大，以至于这样一个事实变得十分清楚：监管不仅是经济的，并且与其他替代措施——包括频繁交易——相比，更能提高投资的稳健性[70]。

毋庸置疑，股东从总体上无力履行对美国公司所有权的责任。从某些方面看，这种“所有权的失败”可以归因于有形资产和无形资产的差别。

> “用一包股票代替工厂中的建筑和机器，投资过程变得了无生气。这一变化使人们对曾经十分感兴趣的东西失去了兴趣，其中包括法律权力、随个人意愿对自己的资产采取行动的实际能力。所有者失去了为自己的工厂及其控制权而进行政治、经济和物质斗争的意愿，同时也失去了按照企业自身发展规律结束企业经营的意愿。资产实物形态——可见以及可以感受的现实——的虚化，不仅影响了所有者的态度，而且影响了工人以及社会公众的总体态度。和以前实物资产不同，非物质化的、职能模糊化了的、具有在外性质的所有权并不能令人印象深刻并唤起人们精神上的忠诚。最终，在这个重大问题范围内与范围外，没有人真的在意留下来代表它。”[71]

如上面所讨论，股权流动性稀释了所有权及其责任的概念，并且为其操作造成了障碍。

> “在某种意义上说，非流动资产的所有者就像嫁给了非流动资产。它构成了所有者生命的某种因素，进入所有者心灵视野并成为一个固定的前景……与此同时，责任始终与之相伴。除去不负责任的人、不珍视财富的人以及没有能力的人，所有者从不可能拒绝就相关问题做出决策……那么，只要资产需要所有者为获取收益而做出贡献，那么该项资产就倾向于是不动的。对于容易实现转移的资产，个人同资产的关系必然无足轻重……因此，如果一项资产将要变成流动资产，那么不但责任从中分离出来，而且该资产必然变得缺乏个人喜好或联系，就像莱戈(Iago)的钱包：‘它是我的，它也是他的，它已经成了数千人的奴隶。’”[72]

卖还是不卖：囚徒困境

驱动股东行为的动因可以被比作著名的逻辑问题：“囚徒两难”。两个同案犯同时被警方逮捕并分别被关在不同的牢房里。如果他们两个人都不认罪，那么二人均被判处5年徒刑；如果一个人认罪，另外一个人不认罪，那么认罪者将被释放，而另一个人将被判处10年徒刑；如果二人都认罪，那么二人都被判处8年徒刑。假定每个人都必须呆在牢房中，彼此之间无法取得联系并商讨对策。这种情况下的困境在于：对个人有利的决策（无论是认罪还是不认罪）将对群体产生不利的后果（坐牢），对群体有利的决策（不认罪）将对个人产生不利的后果（坐牢，如果另一个承认的话）。“集体选择”和“搭便车”问题也被归因于囚徒两难，任何

欲行使股东权力以影响公司的股东，虽然只能获得确定比例的收益——如果有收益的话，却必须承担所有费用。这个问题产生了看似矛盾的表示之一：“合理的疏忽”，意指股东由于相信介入治理不经济而不介入治理。这一问题导致了在两类股票的“交换”问题上股东支持违背自己利益的做法，也导致了在“双重价格”收购时股东违背自身的利益销售股票。

机构投资者都是谁?

最大的机构投资者在1998年拥有如下资产[75]：

	10亿美元
私人养老基金[76]	5 064.6
州/地方养老基金	2 334.0
投资公司	3 396.3
保险公司	2 537.4
银行信托	1 799.5
基金会/捐赠基金	209.4[77]

机构资金的增长极快。在1970年，机构资产为6 720亿美元。在接下来的10年中，这个数字增长到1.9万亿美元。从1980年到1990年，机构投资者的资产值翻了3倍，达到了6.3万亿美元。据会议处的布兰卡托（Carolyn Kay Brancato）所言，从1990年至1998年，美国机构投资者的资产增加了144%多，达到了15万亿美元。机构投资者总资产的26.5%的为证券[78]，因此，机构投资者形成一股强有力的持股力量。此言不假，到1990年，机构拥有多于50%的全美股票。在1999年第三季度回落至57.6%之前，1997年机构拥有全美顶尖的1 000家公司股票的份额略低于60%[79]。机构投资者拥有41.6%的微软股票，52.2%的通用电器股票，53%英特尔股票，61.5%的斯科股票[80]。显而易见，机构投资者的关注对公司管理层具有极端重要性。

这些机构投资者有一个共同点，那就是均遵从我们立法系统已经建立的最高水平的谨慎标准：受托人准则。借用法官卡多佐（Benjamin Cardozo）一句经典的话讲，机构投资者应当“高于市场的道德水准”。除去这个标准之外，机构投资者相互之间鲜有共同点，如一个观察者所言：“机构投资者决不是一个整体一致的团体。”[81]

当你通读每一个机构投资者群体所面对的结构、动机和障碍的描述时，不妨问一下上述因素是如何影响他们监督所投资公司的董事和管理层的，寻找一致的主题和个体的变化，并设法确定二者的影响。认真思考机构投资者内部的治理问题，就像对待公司治理问题那样，问一下在做出下述决策过程中谁有最优信息与最少的利益冲突：收益和付出，做消极的基金管理者还是积极的基金管理者，其他基金分配问题。究竟应该在公司业绩不佳时卖掉股票，还是应当发挥某种股东的主动性？……

如“囚徒两难”中的描述，集体选择问题是一个永恒的主题。另外一个永恒的主题是代理费用问题。根据定义，机构投资者都是在代表他人操作，无论被代表的是养老计划的参与者、保险单的持有者、委托受益人，还是定义不太明确的慈善机构或捐赠基金的受益人。当你阅读下面的描述前，请仔细地看一下这个问题：哪一方都有哪些信息？例如，在几乎每一个案例中，机构投资者所管理股票的实际所有者对代理投票权的行使毫无所知。另一方面，尽管“秘密投票”日渐盛行，发行股票的公司一定知道代理投票权是如何行使以及由谁行使。案例“布斯贝港的投资”举例说明了这一点。

银行信托

作为从养老计划参与者到私人财产的受托人，银行构成了机构投资者的一大类。信托资产的管理受到联邦收入、赠与以及财产税收等方面错综复杂的制约。如同其他机构投资者，银行信托机构有各种不同类型的委托人，委托人兴趣也千差万别。

在大多数情况下，除非有舞弊行为发生，信托关系是不可能撤销的。但是，由于即使有舞弊也难以发现或证实，所以无论投资的绩效如何，银行都一如既往地提供受托服务并收取费用。受托业务的安全性可能是银行投资绩效来历不佳的原因，毕竟银行不会从中失去什么，受托资产是“别人的钱”，这一点与信托受益人不同。这对银行承担投票代理权意味着什么呢？

银行一般会得到当地著名企业业务中最有利可图、最令人感兴趣的部分。银行所在社区的规模越小，银行受当地业务控制的程度就越大。银行，特别是银行的信托部，并不鼓励变革，尤其是与管理层提出的代理投票建议相冲突的变革。

相关案例：斯切尔(R.P.Scherer)和花旗银行

斯切尔：该案例是一个罕见的案例，它揭示了在下述情况下的利益冲突。在20世纪80年代晚期，斯切尔女士继承并守护着父亲创立的斯切尔公司，她当时的丈夫担任公司总经理。然而公司的经营看上去好像出了问题，作为公司的股东和董事会成员，斯切尔女士很快意识到：鉴于公司低效运营的现状，将公司出售对股东会更有价值。但是，董事会一再拒绝考虑出售公司，斯切尔决定打破董事会对其股票的投票代理，并提请股东自己对此做出定夺。她就此提起诉讼，向行使受托股票投票权的方式提出挑战。最终，斯切尔实现了公司的强制出售，其成功的关键在于对委托投票权的处理。“全美制造商银行——我父亲、哥哥和我指定的两个受托人的受托人——表示将投出所有的470 400票支持管理层，这直接违背了我的意志，别忘了，银行的主席坐在我的董事会里，不仅此翁收取董事费，银行每年还从对公司的贷款中收取多于50万美元的利息。在审判过程中，当时银行信托部的负责人承认他不知道‘谨慎人’原则。与此同时，他还承认在没有征询我们同意的情况下，在不到10分钟的时间里做出了支持管理层的决策。此前，在底特律俱乐部的一个餐馆包间里进午餐时，该负责人答应给公司管理层一个应诉机会。”法院最初判决指定一个独立的投票受托人，但是这项判决后来被撤销了。

花旗银行：1997年，当时一位负责花旗银行投票代理的官员曾认定，波音公司管理层提出的一项代理投票建议违背了股东的利益，所以她投票时否决了管理层的意见。结果，她事后被叫到了总经理办公室，并被提醒波音公司是银行的重要客户，花旗银行需要波音的支持。当投票代理权与机构投资者商业关系之间存在利益冲突时，受托人怎能谨慎地履行代理投票责任呢？

共同基金

根据《1940年投资公司法案》的有关条款，共同基金是受托人，并受该法案约束。但是，它和其他机构投资者几乎没有相似之处，因为该种基金和其他机构投资者存在一个重要的差别：共同基金被设计成具有完全流动性，共同基金是为那些准备随时进入或退出的投资者设计的，至少是为那些希望拥有这种灵活性的投资者设计的。

共同基金出资人被赋予了在任何时候按照当天价格赎回基金份额的权力，在赎回的数量和时间问题上，投资经理没有任何发言权。因此，这些经理们倾向于将共同基金的投资看作抵押，存在的意义在于兑现股东可以在任何时候赎回基金份额的承诺。股东和共同基金之间的这种关系不鼓励对具体公司的投资持长期态度。如果有收购被投资公司股票的请求，并且收购价格存在任何溢价，那么共同基金的投资经理必须把握这个机会。

吸引新资金以及维持原有投资者的真切需求，使共同基金处于一个永恒的、斤斤计较的竞争之中。共同基金经理不能够卷入与长期有关的概念中，因为投资者可能今天就蜂拥而至要求赎回，他必须随时准备支付。

相关案例：罗维·普莱斯投资公司和德州石油公司

罗维·普莱斯投资公司（Investment firm T. Rowe Price）在1988年卡尔·艾卡恩（Carl Icahn）争夺德州石油公司代理权时，在不同的账户上拥有大量德州石油公司的股票。罗维·普莱斯投资公司的投资经理用一个账户的股票投票支持了艾卡恩，同时用另外一个账户上的股票投票支持了当权的德州石油管理层。他们是这样解释这种行为的：虽然一支基金明显是短期定向，而另外一支是长期，但是这种投票方法和一支基金在另外一支基金出售一支股票时购买同一支股票没什么不同。

这种解释足够吗？一个投资管理公司有义务识别代理投票的影响吗？

保险公司

虽然“特殊账户”和下属的经理人员投资要受ERISA和其他联邦法律的限制，但保险是惟一成功避免了显著联邦管制的主要行业。生命和意外保险公司倾向于和州立法机构打交道，二者在历史上有着密切的关系。

州法律严格规定了允许保险公司将其资产投放于股票的范围，这一状况直到近期才有所改变。甚至今天，也只有14%的保险基金资产被投资于普通股。目前，对于股票投资的最高限制是生命保险公司资产的20%，或者赢利的一半。保险公司迄今未能突破的主要障碍是：生命保险公司不能将超过2%的资产投资于任何单一保险公司的股票，财产和意外保险公司不能控股另外一家非保险公司[8]。

与其他机构投资者相比，保险公司和所投资的公司之间存在更多的合作关系。第一，保险公司通常是其拥有股票投资的公司的债券拥有者，债权工具与保险公司的需求非常相符，因为债权投资可以产生可靠的、固定的收入。第二，通过提供保险或帮助履行公司养老金义务的产品，保险公司与被投资公司之间通常拥有——或希望拥有——商业联系。第三，如同其他多数

机构投资者，保险公司没有向客户报告有关代理投票情况的义务（但是保险公司所投资的公司作为代理投票对象以及生意伙伴，确实知道保险公司的代理投票情况）。最后，像其他股东一样，任何主动行动都具有不经济性，因此，保险公司不顾对股票价值可能产生的影响一贯投票支持管理层就不足为奇了。例如，一个中西部的保险公司在政策中写道，他们的政策是“支持管理层对常规商业运营范围内政策和事务的立场”[61]。

大学和基金

大学和基金属于机构股东，因为他们靠捐赠维系运营。人们向一个基金捐款，基金产生的利息被用于捐赠所允许的慈善或教育目的。在1991年，保罗·盖蒂财产托管委员会拥有39.8亿美元的资产，福特基金会拥有58.3亿美元，麦克阿瑟基金拥有31.3亿美元，这些钱被用于广泛分散化的投资，其中包括普通股。这些组织虽然按照美国税法拥有“非赢利”地位，但是他们寻求回报的“严格性”和任何其他投资者毫无二致。然而，在实行与股票所有权有关的权力或义务方面，这些组织远非那么“严格”。

与银行和保险公司相比，大学和靠捐款维系的机构承受的商业压力要小一些。毕竟，它们的钱或者来源于校友——通常是商界领导，或者来源于自营产业。一项研究声称：在1985年，公司对美国大学和学院的捐助“首次超过校友的捐赠”[62]。非盈利组织“出售”的是有形程度低得多的产品，所以他们的营运方式必须非常民主。大学和靠捐款建立的机构的受托人一般产生于商业社团，无论是福特基金会、哈佛大学、纽约公共图书馆，还是公共博物馆、交响乐团，他们的受托人均出自记录着美国大公司董事的同一张名单。很多公司的董事会包括学术团体的成员，他们的课程或学校从受益公司处收到大笔捐赠。

相关案例：相互牵制的董事们

一所大学的一个院长担任着一家公司报酬委员会的负责人，公司在该院长所在大学的董事会主席领导之下——也就是说，该公司的总经理是大学董事会的主席。公司的总经理个人和该公司都是大学的大捐助者，大学的很多研究都得到了该公司的资助。

如果你是这位院长，并且不得不对这名总经理的报酬方案进行投票表决，你将采取什么措施——如果存在的话——保证你的客观性（同样的问题也适用于公司的总经理对这名院长的报酬计划投票表决的情况，但是，在那种情况下就不是公司治理，而是“大学治理”了）？

相关案例：罗斯基金叫板麦克瑟姆公司

“罗斯社区与环境基金”是一个非常罕见的基金，该基金投资于它的具体项目。出于对麦克瑟姆公司的环境和劳工政策感到担心，罗斯(Rose)和他的盟友在1999年和2000年作为不同政见候选人竞选该公司董事。虽然他们从一开始就知道他们根本就没有机会赢，因为该公司的总经理赫维兹(Harwitz)拥有大多数表决票的控制权，但是，他们希望通过竞选活动——其中包括一张将董事会称为“橡皮图章”的整页广告——对董事会施加压力，引起董事会对其顾虑的关注。

养老金计划

“现在，我们拥有经济。”克雷里凯恩（Carol O'Cleireacain）在说这句话的时候正担任着纽约市财政委员会委员，为4个城市雇员养老基金近500亿美元的资产当着托管人[8]。戴维·保尔（David Ball），当年监管着数十亿美元资产的养老金和福利管理局负责人，曾说养老基金机构可以借用动画片片段中的一句话：“我们已经和市场见过面了，他们就是我们。”[9]加利福尼亚公共雇员退休系统每两个月增长10亿美元，“在一年之内，增长额足以购买通用汽车的全部股票，剩下的钱还足以为它制造的所有汽车加满5罐油”[10]。鉴于养老基金的规模和重要性，我们将用下面部分专门加以讨论。

世界上最大的资金库

养老基金是世界上最大的机构投资者，也是世界上拥有最大规模投资资本的投资者团体。为了更好的理解公司治理的目前状况、未来发展方向及潜力，对这个团体有所了解成为关键之一。尽管他们在很多方面非常不同，但是他们也有一些重要的共同特征。当我们不仅分析养老基金对公司治理的影响，而且分析其对于公司的竞争力和生产力的影响时，我们需要理解他们共有的、最为重要的一些特征所产生的影响，这个最重要的特征就是：他们都是受托人。一个资金经理不作为可能会失去客户。一个受托人不作为可能会被罚款，被永久性地禁止经营养老资金，甚至被判入狱。可以肯定地讲，这是保护投资者的好方法；但也可以几乎同样肯定地讲，这不是使市场运作的好方法，问题在于没有人会意识到养老金系统——出于格莱斯海姆式的原因——会很快接管市场[11]。

第二次世界大战以后，美国政府推出了非常慷慨的税收激励政策，鼓励个人和雇主为退休收入提供资金，具体体现在三个方面：

- 雇主对养老计划的支出可以从联邦所得税中扣除。
- 养老计划的所有交易——购买、出售、领取收入——都是免税的。
- 从税收的观点看，养老金的接受者可以将领取时间选定在最有利的年份。

当个体对税收刺激做出响应的时候，巨大的政府优惠就将国家的储蓄由储蓄银行转移到了养老金系统。人们宁愿在退休计划中存入100美分，也不愿意在储蓄银行存入50美分。结果，公共和私人养老计划持有了美国超过30%的证券投资。这意味着管理世界上最大规模的投资资金集合成为受托者的责任；同时，由于该资金集合的特殊性，养老基金受托者对“看不见的手”有完全不同的认识。

现在，“看不见的手”就是那些公共养老基金（联邦的、州的、市政府的）和私人养老基金（公司的、联合会的）受托人的手，德鲁克在1976年将这一变化称为“看不见的革命”。他写道：“如果‘社会主义’被定义为‘工人对生产资料的占有’——一个既正统又严格的定义，那么美国就是第一个‘真正的社会主义国家’。”[12]

2000年前夕，在公司中将有更多工人，比整个美国工会运动期间还要多15%。作为一种影

响公司的可选择手段，财产权力将使《劳工法》相形见绌。自20世纪30年代以来，美国将首次见证新一轮雇员行动主义浪潮——与早些时候的工会运动相比可能更加低调、更加面向商业的浪潮。这次工会将与公司雇员联合会携手——目标明确并且协调一致——要求在公司中的发言权，因为他们在公司中或者是控股股东，或者是第二大股东[8]。

但是，这只看不见的手能把好经济的舵吗？虽然在理论上受托人应当积极致力于为委托人获取最高回报率，但是在现实中，他们中的大多数人鲜有动机争取高于精确确定的必要回报率的回报率，该回报率或者是为了满足精确确定的资金支出（对于固定福利计划），或者就是市场回报率（对于一个固定出资计划）。

固定福利计划明确规定了该计划的福利水平，或者计算相应福利的方法，而不是公司出资的数量。在固定福利计划下，出资额根据即将兑现的福利数量用会计方法确定。固定出资计划明确规定了出资额，而非福利水平，养老金的多少取决于养老计划参与者退休时的其账户的账面价值。

公共养老计划的资产规模是根据特定的回报率，根据会计计算预先设定的。该回报率在1999年为9%，但是由于世纪末的牛市，很多养老计划连续多年超过了该水平，这造成了最大养老计划中的大多数在2000年资金过量。显然，如果养老计划能够连续多年获得高出预定值的回报率，需要各个州从税收中拨付的资金就会减少。在私人养老金系统中，这意味着公司更高的收益以及基金经理更高的奖金。但是，对于公共养老计划以及领取薪水的公务员，却没有任何奖金（虽然在某些情况下可能会有政治利益）。从总体上讲，负责公共养老基金投资的个人没有追求高于既定平均收益的动因，里根（Edward V. Regan）——前纽约州财务司长——曾经说："没有人曾经因为战胜标准普尔500指数而当选过任何职务。但是如果你投错了一笔资，他们会把你扔出去！"因此，里根采取指数法进行投资也就毫不为奇了，这意味着该州的养老基金业绩表现和标准普尔完全一致，事实上，该州养老基金的投资组合就是标准普耳500[9]。考虑到积极交易的基金无力战胜指数的事实，这种做法的确生动地解释了"谨慎"的含义，但是，我们也必须思考如此大量的消极投资到底意味着什么。如果如此大量的资金不能通过交易对业绩做出反映，市场怎么能有效？

固定福利养老计划在美国私人企业中不再受欢迎，没有新的该类计划启动，很多现存的计划将被终止。带有生活费用调整的固定福利养老计划的启动，意在通过保证一定的购买力水平，使某些特定阶层的公民无论在何种通货膨胀率下都能免于经济波动之害。这是一个非常昂贵的责任，公司和州都不愿意承担它。固定福利养老计划的数量从1975年的103 000个增加到1983年的175 000个，随后急剧地下降为1993年的83 600个。和固定养老计划的衰落形成对比，私人固定出资养老计划的总数从1975年的208 000个持续地增加到1993年的618 500个。一份1997年工作组报告提出了一系列建议，试图增加固定福利养老计划对雇主的吸引力。

固定福利养老计划的替代方案是固定出资养老计划，由于雇主和雇员的固定出资方式而得名。在这种养老计划下，雇员对基金投资有一定的控制，基金完全属于雇员（但受法律上的限制，例如只能用于购买住宅或支付教育费用），损益的风险也由雇员承担。雇主不用再充当缓冲器的角色——要么受到养老基金投资业绩的影响，要么受到通货膨胀的影响。

在养老计划向固定出资方式转换的大趋势下，由于失去了固定福利计划的安全性，雇员看

上去似乎失去了财务保障。在固定福利养老计划下，雇主充当雇员退休后固定水平购买力的保证者，在固定出资计划下则不然。但是，固定出资养老计划对养老计划的参加者而言也有优点，其中包括参加该计划的雇员具有转换工作并同时结转福利的能力。然而，最终的问题在于投资政策。如我们上面所指出的，固定福利基金拥有一个难能可贵的优点，那就是可以进行最优化的长期股票投资。与之形成对比，固定出资养老基金的参与者作为自己的托管人，由于担心自己养老金的短期价值，从而倾向于投资于债券。与招致大损失相比，他们对少量的损失感到满意。在固定出资情况下，个人倾向于将资金投放于赢利性较低的领域，累计效应就会对固定出资养老基金的总体产生重大影响。

随着公共养老基金从固定福利向固定收益的演变，养老计划的参加者将有更高的参与程度。虽然受托人仍然管理着受托资产，并且担负着与养老计划持有股票所有权相关的责任，但是，养老计划的参与者在投资范围（股票还是债券）问题上有了更大的选择权，具体举例说明见下面的案例 FERSA 。

相关案例：缅因州的退休养老系统[9]

缅因州的退休养老系统有一个典型的固定福利养老计划。像大多数美国的公共养老计划一样，它为参与者在退休后提供了“固定的福利”，雇员根据生活费用的水平和其他因素得到一定数量的支付。支付数量的方程考虑了期望中的支付增长、通货膨胀以及不同的退休年龄，具体方程是服务年限乘以1/50，再乘以最后3年的平均工资。

这为州里的典型雇员产生了理想的结果：经过35年的工作，一个人62岁退休时收到他“最终工资”的70%。公共养老计划通常为养老金支付准备了“通货膨胀保护”标准，在缅因州，该标准的上限为每年4%。州政府被要求每年根据会计计算注入一部分资金，以足额支付到期的养老金。

缅因州对于“固定福利”的承诺是强制性的，无论基金有没有那么多资产，到期都要支付“固定福利”；如果基金没有那么多资产，那么州政府必须用税款补足。该养老计划的目标（同时也是每年支付数量会计计算的基础）是将养老金的发放与养老计划参加者的贡献所产生的福利——如果资金按照预定的收益率进行了投资的话——匹配起来。和社会保障系统一样，该系统有点类似于“庞氏骗局”，现在工人缴纳的钱马上被发放到现在的退休者手中。

那么，为了使这个系统运作，今天的纳税人也必须投入一部分资金。在用于投资的前提下，税款分配到退休养老系统的部分必须足以为今天的公共雇员在退休时提供相配的退休金。养老计划的存量资金服务于两个目的：一是通过保证获得福利的人付出足够的成本来实现各代退休者之间的公平；二是作为一个缓冲器（如果不是一个完全的保证的话）以应对州预算过程不断变化的政策和优先权。当一个州可能（并且确实）打破“固定福利”的承诺时，立法机构会将养老资产分离出来交由一个独立的受托人（有难度，但并非不可能，参见第二章关于ETIs的讨论）。此举将使承诺的履行更加困难。

固定福利系统带有明显的倾向性，表现在对工作到确定年限的个人非常有利。在缅因州系统中，一个假想的固定福利养老计划参加者只是在其工作的后1/3期间才开始得到州的出资，这一阶段之后，他的利益大幅度增加。

这个系统锁定了该州雇员的工作期限。无论州政府还是雇员都承担不起“灵活性”，这是该系统的本意吗？

债务承担问题在过去的6年中经历了巨大的变化。

- 1997年由于退休年龄的变化，承担的债务增加了5亿美元。

• 1992年由于职业生涯末期工资增加（包括休假以及生病期间的工资），债务承担增加了4.5亿美元。

缅因州要求在负债发生之前进行全民投票，但是政治行为不能控制养老基金的债务。缅因州的退休养老系统的无理负债达到了22亿美元，几乎是全民投票授权数量的4倍，而目前缅因州债务总量的上限大约是6亿美元（粗略的估算，缅因州的退休养老系统在过去6年中产生的债务，比缅因州选民200年中的授权债务总量还要多）。

雇员的薪水可以讨价还价，但是，发放养老金的义务却由法律规定，这意味着立法游说必然成为雇员参与和养老金有关事务的方式。1992年，缅因州为了减少开支，立法机构将所有雇员的福利调整到少于7年的可接受工作——将未使用的病假和休假带来的收入排除在“可获得的薪资”之外；将可获得完全福利的退休年龄提高了2岁，达到62岁；增加了对小于最低退休年龄提前退休的惩罚。缅因州的雇员因此走上了法庭，坚持认为当他们接受雇佣的时候，就事实上已经接受了一份契约，该契约要求公司应当在退休时为他们提供相应福利，这些福利不应当被减少。其他州，例如加利福尼亚，在这些问题上已经做出了有利于雇员的判决。缅因州的低等法院也做出了类似判决，但是却被州最高法院撤销了，最高法院的判决是只有那些已经到期的福利不能被减少，而那些预期中的福利可以被减少。该州雇员同样试图挑战联邦法院1992年修正案，但是也同样不成功。

两个重要的变化源于1992年修正案以及对该修正案的挑战。1995年，缅因州宪法针对如下内容做出了修订：

1. 要求在31年内消除无理负债。

2. 禁止未来新的无理负债的产生（例如，未来福利的增加或者只是一种预期，或者只能根据法令发放）。

3. 责令必须在10年内清偿经验损失（例如，投资过度或投资不足）。

宪法的这些修订，使得在退休养老系统内提高养老福利非常困难、非常昂贵（并且，这些修订可能产生意料之外的结果：锁定1992年的福利减少）。

第二个重要的变化发生在1999年，当时缅因州立法机构、政府和雇员联合会就养老金合同问题达成一致，具体内容是通过一项法令，将缅因州的退休养老系统“庄严的、契约性的承诺的部分内容置于缅因州宪法部分条文的保护之下……美国宪法的保护之下”。该法规包括了目前的福利水平和福利结构，并排除了1992年修正案通过的那种福利减少在未来发生的可能性。

人们一般习惯上认为，固定福利养老计划要比固定出资养老计划价值低，因为人们从前者实际得到的利益要少一些。具体原因在于：只有非常少的人工作到了最优的年限，大部分人是固定福利计划的输家。在目前缅因州退休养老系统下，年轻的、工作期限短的雇员绝对是输家，因为他们的付出加上收入超过了退休养老系统承诺的价值。这些雇员中的绝大多数从州的税收中根本得不到好处：不到5年就离开的人不会得到养老金，35年的工作经历对于最优的养老计划回报是必须的。

每一个雇员都希望是赢家，但是固定福利系统必定同时产生了赢家和输家。重要的是，对于政治过程而言，输家通常无法做证、提起诉讼或者进行院外活动。因此，当不到30%的进入系统者收到全额回报时，人们产生了一切均良好的印象。相反，固定出资系统是透明的，你所看到的就是你所得的（或者是你所抱怨的）。

公共退休养老系统在政府机构中享受特殊的地位：

• 他们有大量资金。

• 州可以在一段持续的时间里拒绝所需支付，而不会立刻带来负面影响。

• 影响非常复杂、长期和分散，看上去没人因其缺点受到伤害。

在平衡预算的过程中，政府被迫采取极端措施的倾向越来越明显。这些措施的替代方案粗略地讲有三个：

1. 提高税收，但是这相当于政治自杀。

2. 削减项目，可能也是政治自杀。

3. 延期、减少、取消——首选是拒绝按时——向养老基金注入会计上确定的资金数量。

显然，养老基金是最容易的目标。在过去的10年中，只是“狂牛”的市场掩盖了政治上的不检点。近些年来，股票资产的持有比率有所增加，现在缅因州70%的投资是股票投资。上升的市场掩盖了各种过失，至少迄今是这样。缅因州立法机构将雇员的出资比例由6.5%上调为7.65%，一则来自全美公共养老基金律师联合会的时事通讯评论道：“对于这个提高，有关方面没有给出任何合理的会计原因。根据报道，州立法机构之所以这样做，仅仅是为了最终缓解州预算问题而减少雇主的支出，然而，州预算问题和退休养老基金是不相关的。”[97]

在一个任何人都无意识得到特殊利益的固定利益体系(defined benefit system)中，其效力最终取决于政治体系中规则的水准。事实上，对于准许固定利益计划参与者的生活费用增加一直存在质疑。因为这些增长应该被看作是“礼物”。在这样的诉讼中，置疑者们认为，这些钱属于政府，而不是退休者，因为是政府制定了这些计划，而且由政府决定生活费用的增加在什么时候是可以支付的或者是否可以支付。

如果你怀疑政府履行承诺的能力，那么固定利益体系与固定征缴体系（ defined contribution system ）相比，就显得更加有吸引力了。因为在固定征缴体系中，个人总是感到在他们的退休金账户上有一笔特定的资产，这笔资产会根据自身状况的定期报告被支付。显而易见，与固定利益体系相比，好几万固定征缴体系的参与者会更有动力、更加消息灵通，能够迫使政府按计划支付，并且防止计划内的资产流失。

1992年，由人类学家威廉·M·奥巴尔(William M.O'Barr)和法学教授约翰·M·康利(John M.Conley)合作出版了《财富与愚蠢》[98]（ Fortune and Folly ）一书，该书对公共养老基金（ public pension fund ）和私人养老基金（ private pension fund ）文化做了精彩论述。他们用类似与研究“特殊部落文化”的方法来研究养老基金：“要更好地适应当地的环境，我们必须抛开学术外衣换上民族服饰，即入乡随俗——既然如此，布鲁克斯兄弟（ Brooks Brothers ）的蓝套服要比军队用品商店的卡其布强得多——然后开始与当地人一起生活，并观察他们的生活方式。”[99]在这部书中，最有趣的部分可能就是对私人和公共养老基金文化差异的比较研究。例如：“私人养老金的管理人员经常考虑的是，他们对赞助公司账本底线所承担的责任，或者最起码是赞助公司对成功管理的认识。与之相对应的是，公共基金则更加关心压力和投票箱，并把这作为日复一日、年复一年的责任。”[100]因此，该书作者得出以下结论：公共基金的首要目标是避免出现“业绩低下”（ poor performance ），而私人基金的首要目标是力图实现“最佳成绩”（ superior performance ）。这个微妙而重要的差别，既是造成这两个体系不同的原因，也是这两种体系不同动机（支付以及其他）所产生的结果。

造成这种差异的部分原因是，该书作者称之为“创造神话”(creation myths)，这是真正的

人类学术语。这些有关基金体系来源的“口头历史”(oral histories)在特定的方面有不同重点，揭示了每一个体系的责任和目标所在。“我们所听到的关于私人基金的创造神话，倾向于以个体为中心并表达了讲述者对公司文化与个性的看法。”[89]在这些故事中，“文化影响因素压过经济影响因素，占据主导地位”[90]。私人基金的“创造神话”则倾向于强调一个幻想中的领导者，是他创立了为忠诚员工及其依赖者提供的养老基金。有趣的是，这些神话只是关注那个最先发起养老基金的特定公司，而不关心在1974年颁布的雇员退休收入保险法（ERISA）框架之下的私人养老基金整体结构建设。

奥巴尔和康利发现公共基金也是“创造神话”，它关注的是“历史和政策，然而历史是备受非议的，政策具有外部特性（具有讽刺意味的是，推动ERISA出台的就是公共基金体系广为蔓延的腐败现象，而出台后的ERISA却对此置之不理）。这再一次证明了，经济分析并不是结构与战略的主要决定因素”[91]。相比之下，私人基金的管理者要使自己不辜负“创造者”保护其基金参与者经济安全的梦想，而公共基金的管理者则把自己看作是其基金参与者财富的保护者，避免有些人为了在政治上或经济上中饱私囊而侵害基金参与者的利益。尽管两者都是受托人，都在法律体系所强制的真实与忠诚的严格准则下运作，但是“创造神话”揭示了二者在对待自己责任和目标的方式上存在差异。

但是，该书的两位作者也发现了私人基金和公共基金有一个共同点——它们都尽力避免对投资决策的后果承担责任。这一点是很好理解的，因为既使是最出色的专业人士也无法控制或预测市场的未来发展。联邦政府为了获得对卡车司机协会（Teamsters' union）的控制权和“打劫”（looting）纽约城市养老基金计划（New York City plans），付出了20年的努力，结果是造就了一代规避风险的代理人。

也许《财富与愚蠢》这本书最重要的结论就是：

> 在每一次访谈中，基金执行官（管理者）详细地谈论承担责任、转嫁责任或规避责任。从他们的言论中我们感到，基金似乎就是为了把责任从一个特定的个体转嫁出去而设计的。他们描绘了四种转嫁责任和避免责难的专门机制，包括在官僚主义中隐匿决策、归咎其他人、指责市场或是声称自己是在法律的约束下办事[92]。

作为投资者的养老金计划

在我们把养老基金作为所有者（作为公司治理系统的参与者）仔细考虑之前，我们有必要先简要看一下另一个更重要的问题，即养老基金作为购买者和出售者，在精心设计的明智投资委托准则下，一切运行良好，能够保护信托受益人的资产，就像一小笔继承的财产一样。当这一准则应用于由大量资金组成的集成投资资本的时候，却很难奏效。显然，只是因为没有足够的“明智”投资来吸收那么多资金，因此，你所能得到的就是我们现在所拥有的，除了在蓝筹股票上做了大量投资之外，在其他方面做的都不够。

这就是当一群“明智投资专家”到市场寻求多样化与经验投资的时候所发生的事情。当这些专家面对在理性投资（从经济角度）和明智投资（从法律角度）之间做抉择的时候，这种情况是在所难免的。问题的关键在于，我们所需要的是一个投入刺激风险的系统，而我们目前所拥有的却是一个投入无法刺激风险的系统。

有关数据表明，养老基金基本上不能提供所需的新资本或新就业。在20世纪80年代的10年中，对于S & P 500家公司来说，典型做法就是通过回购股票来消化资本，而且这种在大公司的过多投资并没有创造新的就业。因此，不论是对于那些公司，还是对于从养老基金受益的投资者自身来说，在资本规模巨大的公司人为加大投资不能带来有意义的收益，当然也就不能给基金计划的参与者——雇员和退休者——带来特别的利益。把S & P 500家公司所有的养老金经理人聚集在一起，随着时间的流逝，毫无疑问的是他们中没有哪个人征服了市场，而且他们中的许多人都是借助在主动交易中降低交易成本以及在重复市场的“指数基金”(index funds)上进行投资，才能获得收益。

现实的长久性持股会带来市场所需要的回报么？

作为所有者的养老金计划

与被动投资自相矛盾的结果就是主动拥有，这是伯森—马斯特勒公司(Burson — Marsteller)的主席詹姆斯·道林(James Dowling)说的。该公司是一家公共关系公司，建立了一套公司治理原则，为首席执行官们和董事会提供在瞬息万变的环境中如何运作的建议：“公共基金拥有太多的资金，因此，对于他们来说，与其找新公司进行投资，不如尽力使一家经营不善的公司起死回生。”休斯顿消防员退休基金(Houston Firemen's Relief Retirement Fund)执行董事詹尼弗·莫拉莱斯（Jennifer Morales）认为：“我们不想出售我们的股票。如果一个企业可以起死回生，为什么我们是该离开的人？”[8]

公共养老基金和私人养老基金是最大的单一性质的产权持有者——拥有全部产权的28%，并且这一比例还在增长；而且，因为从投入资金到卖出股票的时间平均达到30年，这样他们最终成为股票的长期持有者。正是基于这个原因，我们需要明白他们对资本市场和公司绩效的影响。与以往高度分散的个人投资相比，这些机构投资者的优点和缺点是显而易见的：

优势

- 这些基金的规模以及经营经验把上文所探讨的集体选择问题降低到最低限度。他们有充足的经验，知道什么时候需要采取行动；他们也具有足够大的规模，保证其行动有效（包括成本效益）。养老基金持股也会减轻“搭便车”问题，这种“搭便车”的行为使股东的信息和行为无法实现经济上的理性（因此对于代理人来说是不明智的）。
- 基金计划得到了广泛应用——大约有1亿美国人在雇员利益计划中受益——所以他们的基金受托人成为公共利益的优秀代理人。事实上，令人难以置信的是领养老金的人的利益与社会的利益并不是完全一致的。
- 与诸如银行、保险公司、互助基金以及其他类型的机构投资者相比，养老基金受商业利益冲击的限制要少（需要注意的是，巨大的商业利益冲突仍然存在，就像上文所说的花旗银行（Citicorp）案例一样）。
- 出于政策和投资方面的原因，养老基金使其持有的股票越来越“指数化”，这一倾向使得基金成为既是通用的又是长期的股东。由于基金持股具有广泛性，所以他们有动机成为产权所有

权（甚至经济体系）的代表，而不仅仅代表特定的行业或者公司。正是基于这一特点，他们自然与公共利益息息相关。例如，养老基金可能涉及职业教育、环境污染、再培训等活动，而这些活动如果由单个公司或者行业来做，就会由于竞争问题，把这些活动看作是难以承受的支出。劳动部部长罗伯特·赖克(Robert Reich)主张机构投资者应该摈弃急功近利的短期行为，建议他们关注未来的发展前景。他认为，再培训计划与加强雇员保障有利于提高生产效率。赖克还说："你应该清楚自己发出的信号以及你所处地位所带来的全部结果，而不应该只是关心你的眼前境况，恰恰相反的是你要关心下一阶段，再下一阶段的境况。毕竟，驾驭未来是你职业的精髓所在。"[19]

• 私人养老基金系统在 ERISA 管辖之下，这项已经出台的联邦法律在全国范围内适用。在由美国劳动部的养老金与福利利益局（Pension & Welfare Benefits Administration，PWBA)定义的信托责任范畴之内，该项法律在执行过程中已经成功地创立了一项准则，并且在各州公共养老金系统得到了广泛应用。治理这些投资者所需的基本法律框架也已经初步形成。

劣势

一般来说，这些劣势是我们所不了解的，但是我们最好是以提问的方式一一列出来。

• 谁来监督监督者？谁应该监督他们？谁能监督他们？

• 受托人的资格怎么认定？他们应该符合什么标准？

• 受托人是否对其受益人认真负责？或者说，我们是否可以简单地用另外一个代理人取代一个不负责人的代理人？

解决这些问题的一个途径是使代理人（就像董事会董事的资格一样）的资格认定透明化、公开化。但是，除上述缺点之外，还有一个更微妙、更复杂的缺陷，即：

• 代理人有这样一笔大比例、可用的资本进行投资，会对资本市场造成什么样的影响呢？

现在，在法律控制之下有超过 2 万亿美元委托给养老基金，这些资金被用来认购大型、成熟公司的稳定而且易于控制的股票。这种状况所带来的后果是"过度分散，缺乏创新"[20]。这意味着对大公司的投资过多，而对新出现的机遇投资不足。诚然，这样做，无论从法律角度还是从经济角度，对代理人来说风险都是最小的，但是，这样做会影响市场效率，因为有史以来第一次出现了重大投资以某种目标作为管理准则，而不是以回报最大化为准则。因此，无论是私人养老基金还是公共养老基金，都遭到了指责，认为它们的投资策略不够开放，没有抓住那些高风险高回报的机会。要激励这些基金更像风险资本家一样进行投资。

但是，这些基金又因为对投资的原因而不是回报过度宽容而遭到指责。社会性投资（social investing）或者经济目标型投资（economically targeted investment）也陷入了这一困境，还有一些公司试图用自己的股票来投资公司养老基金。这些内容将在本书后面的章节中进行更加详细的阐述。这有助于我们解决在处理关于养老基金管理关系中所被掩盖的问题：谁具有最充分的信息和最少的利益冲突？谁最适合做出决策？做决策的人具有权威性么？

公共养老基金

在治理问题上，一小部分公共养老基金已经成为最典型的机构投资者，他们包括各种州与

市政府雇员养老基金，范围从教师、市政工作者到消防员和警察，而且他们经营着近1万亿的资金。需要着重指出的是，在这些大型公共计划中，只有很小的一部分基金在治理伊始就积极参与其中。其中，有一位积极分子提出：

> 尽管对于所有崭新的、已经醒悟的股东和机构投资者来说，可能有很多的抱怨和诉讼，也可能有许多说法，但是确实有不到一打的公共养老基金加入了这个行列，并且发号施令。事实上，如果你把加利福尼亚公共雇员退休金系统（ CalPERS ）、纽约城市（ New York City ）养老基金、美国教师保险与年金协会（ TIAA - CREF ），连同我们的基金（纽约州）和威斯康星州、宾夕法尼亚州，甚至佛罗里达州排除在外，那么你也许就根本没有能动性[8]。

关于这些公共基金自身治理的问题，公共计划各具特色。有一些公共基金由官吏把持，一些公共基金由行政任命的官员控制，还有一些公共基金是由选举出来的官员管理。例如，加利福尼亚公共雇员退休金系统（ California Public Employee's Retirement System， CalPERS ）700亿的资金就是由经过多种机制任命的多个代理人共同掌管的，这些代理人与该基金密切相关；而纽约州雇员的基金则是由单一一个代理人管理，他是该州惟一4位州选官员中的一位。

与其他类型机构投资的资金管理者相比，公共养老基金管理者的背景更加宽泛复杂。这里以CalPERS的董事会为例，该董事会既包括了监督全体雇员（既包括内部行政事务，也包括外部行政事务）的协会官员和行政任命人员，也包括了职业资金管理者以及具有其他专业知识的人员。虽然他们无法同在其他机构投资公司中工作的高级投资专业人士在工资上竞争，但是具有讽刺意味的是，他们也许会解雇那些专业人员，因为为了管理他们的资产而保留他们的公司。这就是因为公共计划支付方案的设计是基于政治原因，而不是经济原因。几乎就没有例外的情况发生，除了1993年CalPERS所做出的首席执行官红利以业绩为基础的决策。正像一位公共养老金的首席执行官所说的：“如果我从事一份好工作，收入100 000美元；如果我从事一项艰巨的工作，也收入100 000美元。”在威斯康星州养老基金会，有几位高级官员失去了他们的工作，就是因为他们所做出的对LBO基金KKR极为有利可图的投资被认为是一种政治倾向。

你可以从精算师那里获得任何固定利益计划的信息，包括资金的流动性需求，以及今后10年内为了满足退休雇员的权力所需的现金数额是多少。基金平衡是非常“持久的”。对所有不同种类投资的收益率进行长期分析，就会发现普通股票的收益率超过了债券或资金市场基金——或者任何其他投资方式的收益率。这一结果意味着，对于公共养老基金来讲，没有比投资普通股票更合适的投资方式了（除了少数在国库券上的投资，这样做是为了满足其资产流动性的需要）。

所以里根（ Regan ）倡导的保守理论获得了胜利。“明智的男人”退化成了“最小公分母”理论。没有激励人们要比其他人做得更好的动机，每一个激励因素只有混在一堆东西之中才安全。

在本文中，我们要考查公共基金在公司治理中所扮演的角色。我们已经明确了公共基金的投资动机不是严格地遵循利益最大化原则。即使是重复，但是也要提的是他们的投资行为往往由政治因素所促发。从某种程度上说，公共计划的确已经渗入到了公司治理活动当中，他们培

育了“后门（ back door ）”社会主义运动的真正幽灵！

当国家成为最大的股东，甚至是整个美国经济的主要股东的时候，国家要扮演什么样的角色？我们在多大程度上确实希望选举出来的官员成为美国商业管理者的监督者？

从基础层面来说，商业行为与政府行为的动机、知识技能及目标是如此的不同，以至于这个问题成为极为复杂和棘手的难题。公共计划的受托人们为一个特定的团体利益服务，包括所有的在职雇员（所有层次）和退休人员。而受托人本身也属于一个特定的团体，这个团体包括雇员、退休人员和其他人员，包括行政任命的人员、选举产生的官员以及各行各业的专家——投资专家、银行家、会计师和保险业专家。往往他们只能得到名义上的一点点报酬，尽管这项工作以其较高的社会地位吸引人们的加入，但是实际上却很难行得通。因为控制这样一个真正巨大的投资和退休系统运作的人常常是其他领域的专家，而且这些专家本身并没有得到足够的薪水以促使他们在这项工作上投入必要的时间和精力。除此之外，在雇佣政府之外的人员方面也存在相当大的行政障碍——尤其是在市场要求给资金管理者支付高额薪水这个问题上。这是一个主要的缺陷。

信托人的公共基金董事会必须要在基金计划参与者的代表与行政任命人员之间达成一种充满冒险的平衡状态。在资金和投资问题上时常产生争议。对于基金计划的参与者来说，他们的首要目标是保证基金的安全性；而对于政客们来说，他们只关心政治——是站在预算方还是站在投资方。

争议的结果就是双方互相妥协。CalPERS 的成功是建立在对自身应对压力的实际能力进行正确评估的稳固基础之上的。CalPERS 的前任首席执行官戴尔·汉森（ Dale Hanson ）在哈佛商学院的一次演讲中谈到：“我们很喜欢妥协。”[9]政治现实（对内，包括汉森与他自己以及他对基金参与者所承担的信托责任；对外，则包括作为政府的代办机构，他需要向地方长官汇报）就鼓励这种妥协行为。经济现实（“理性的无知”）则更加鼓励这种妥协。也许公共养老基金最大的贡献就是为业绩不佳公司的董事打造一个不舒适的世界。“汉森坚持认为他并非想要驱逐首席执行官们…… CalPERS 也声称它并非想要把自己人安插进公司董事会，尽管 CalPERS 大力推动独立董事制度。”[10]

尽管 CalPERS 的董事会主席威廉·克里斯特(William Crist)和总法律顾问凯拉·吉列安(Kayla Gillian)公开地积极参予总公司的治理活动，有时也参予单个公司的治理活动，但是汉森的继任者吉姆·伯顿(Jim Burton)保持了原有的低调作风，而且更加心平气和地进行谈判。

许多公共基金，再加上许多联合基金（ union funds ）和一些公司基金（ corporate fund ），都隶属于机构投资者委员会（ Council of Institutional Investors， CII ）。这是一家以华盛顿为基础的团体，担当会员资源的角色，负责组织会议、提供信息，充当信息交换中心，偶尔也发布政策性文件。近来，又有一些公司基金加入到该团体中来，也许他们信奉这样的观点：“如果你无法击败他们，那么就成为他们中的一员吧！”看一看哪一个团体对其他团体更具影响力将是很有趣的事情。

公共养老基金在发展前景、方针和政策上各不相同，但是他们都是受托人，都受法律的制

约而负有保护其受益人（所有的公共雇员）利益的职责。而且，他们都具有高度的独立性，与他们所投资的组织之间不存在商业依附关系。这就使得他们更易于参与到公司治理事务中来。缅因州退休金系统（The Maine state Retirement System）成功地提出诉讼，反对旅行者保险公司（Travelers' Insurance）重新获得一部分管理不善的投资。

但是与私人机构一样，公共机构也有很多的关联关系，这些关系可能会影响投资战略、代理人投票以及其他治理活动。这些公共机构要服从政治上的考虑，以下这个案例就可以说明这一点。

相关案例：公共基金行动主义

• 当威斯康星州养老基金要反对通用汽车公司强加给罗斯·佩罗特公司（Ross Perot）的7.428亿美元绿票讹诈的时候，却遭到了地方长官的阻止，因为后者想让通用汽车公司在本州投资建厂。

• 当希尔森·莱曼·赫顿公司(Shearson Lehman Hutton)（当时的叫法）协助接管宾夕法尼亚州科珀斯公司(Koppers)公司的时候，当地的居民（以及政客）担心这件事会导致大规模失业。在这个事件中，Shearson不仅充当购买方的投资银行，而且是参与者。Shearson已经利用其自身的资金向购买方提供5亿美元贷款，而且也已同意如果认购获得成功，它要认购科珀斯公司46%的股份。州政府以养老基金的方式持有科珀斯公司的部分股票。虽然这一比例不足以阻止此次接管，但是却能使接管速度放慢。为此，威斯康星州财政部暂停了本州所有同希尔森公司及其子公司相关的商业事务，包括证券业务。因此，希尔森公司下属的三个子公司被排挤出州养老基金资产管理的范畴。此次接管行为最终得以完成，满足了政府对就业问题的关注，而暂停的商业活动也被解除了。

• 1991年当特里邦公司(Tribune)下属的《纽约日报新闻》(New York Daily News)的雇员举行罢工的时候，纽约州教师联合基金（The New York State United Teachers Fund）就抛售了它在特里邦公司的股票。该基金的说法是："我们的政策就是不向任何反对工会的项目、公司或者股票投资。"

• 一些警察养老基金利用其在时代华纳，也就是Ice-T公司唱片商标的母公司的投资，反对Ice-T发行"警察杀手"唱片。

• 担任阿拉巴马州养老基金（Alabama State Pension Fund）经理的戴维·布朗纳(David Bronner)博士投资1.2亿美元建立了罗伯特·特伦特·琼斯高尔夫球场（Robert Trent Jones Golf Trail），由7个巨型高尔夫综合球场组成，遍布整个亚拉巴马州。他还在州首府蒙哥马利市中心投资建立了很多高层写字楼和停车场，这些活动使他成为该市最活跃的开发商。"从职务上来看，戴维·布朗纳只是掌管教师和公共雇员养老金的官吏，但是他已经把自己看成是亚拉巴马未来的监护人。"[8]戴维强调他所做的投资能够带来经济利益，认为高尔夫球项目将会促进旅游业的发展。

• 由于本州法律规定缩减在与南非有商业关系的公司的投资，新泽西州养老基金不得不将手中两家制药公司的股份抛出，因为这两家公司仅向南非出售只有南非黑人才需要的药品。《华尔街杂志》认为这种缩减投资的政策在两年之内至少对该基金造成3.3～5 15亿美元的损失[9]。

这种做法与从财政预算中拿出5.15亿美元花掉有什么区别？在道德层面上，你如何对该事件的成功做出评价？在政治层面上，你又如何评价？在财务层面上呢？遵照与其他公共基金花费相同的程序上的保护措施和审议，不把这件事看作是花费，有没有理由进行解释？

需要引起注意的是，纽约市养老基金有能力对南非采用更有弹性的政策。该基金开始用写信的方式来表达自己的观点，然后发起并支持许多股东进行表决，要求这些公司采纳"苏利文法则（Sullivan Principles）"，也就是承诺在他们南非的工厂提供同等的机会。他们抛售了有限几个公司，因为这些

公司被认为通过商业行为促进了种族隔离制度，比如与南非警察和军队有业务往来的公司。纽约州养老基金的里根则采取了不同的做法。面对新泽西州逐年僵化的立法建议，里根利用基金的股份，开始进行大规模的股东决议计划，要求从南非收回投资，而不是像纽约市养老基金一样采用出售的方式来解决问题。因为在里根看来，无论是出于什么原因，托管抛售股票会给证券市场造成极大的损失，而且会强加给纳税人更多的负担。借助股东的权力，他与公司进行谈判，认为他满足了抛售规则，没有造成严重的财政损失。

• 1991年，加利福尼亚州州长皮特·威尔逊(Pete Wilson)对州养老基金发起了被观察家们称为“敌意接管”的行动，其目的就是以此削减预算赤字，并加大对代理人的控制力度。

• 纽约州的审计官里根建议该州养老基金的代理人们在得克萨斯石油公司（Texaco）代理人竞争中支持管理层。一系列报刊文章指责里根，认为他的这个建议是以持不同政见的候选人卡尔·艾卡恩(Carl Icahn)的活动捐赠为基础的。艾卡恩是里根政治对手的赞助人。里根遭到了大陪审团的调查。

• 马萨诸塞州的总检察长在一则报告中指出，州养老基金官员们所雇佣的外部财政顾问都是通过朋友和政治关系进入基金的，而不是通过竞争招标。随之而来的结果就是，用虚假的、过时的文件掩盖他们预先不能充分调查研究公司绩效的事实。

最近，有关州与城市养老基金以及它们进行投资决策方式的调查数量已经呈现出上升的趋势[18]。联邦调查员们对弗吉尼亚国民养老基金（the pension fund of the Commonwealth of Virginia）进行了调查，跟踪调查了管理者企图（但是并没有获得成功）利用养老基金的一些不动产为华盛顿红袜橄榄球队（Washington Redskins）修建新体育馆的事情。州司法部门也雇佣调查员对该州基金的运作进行了调查，包括它的投资政策与程序。在明尼苏达州，前任州养老基金雇员们面对挪用公款的指控，承认有罪。

经济目标型投资（Economically targeted investments）

许多州正在体验“社会性投资(Social investing)”（常常被称为“以经济目标为导向的投资”，或者ETI），州养老基金在当地公司、计划或者证券的投资也许不符合风险与收益的传统标准。1989年，由纽约州州长马里奥·丘奥莫(Mario Cuomo)召集的一个委员会发表了一份报告，报告的题目是“我们货币的价值（Our Money's Worth）”。该报告建议州养老基金要把它的投资对本州经济的影响作为其投资战略的一个方面来考虑；它同时也建议建立一个州中介处充当情报交换机构，以寻找这些投资机会。事实上，这个中介处在下一年就建立起来了。

1992年，印第安纳大学前任教授D. 珍妮·帕特森(D. Jeanne Patterson)出版了一份大湖地区（包括密歇根州、伊利诺伊州、俄亥俄州、威斯康星州、印第安纳州）公共养老基金有关ETI计划的、颇有创见的分析报告。她发现，在5年中，“以经济目标为导向的投资”比D & P 500股指平均大约低4个百分点；在同一时期，要比Wilshire 5 000股指大约低两个百分点。我们引用哈佛大学教授E. 梅里克·多德(E. Merrick Dodd)的著名论断，即“托管人对其受益人的财富不会有公德之心”。她认为，“由于少数几个系统没有节制，所以联邦控制要承受连续不断的压力”。[19]她又补充道：“我们必须铭记，利用公共雇员退休系统基金来保证经济发展的努力是不恰当的。”引用里根的话来说，就是“州养老基金在本州所起的最大作用

就是，投资回报率最大化和减轻纳税人的压力”[39]。可以参看本书第二章 ETIs 对私人养老基金的看法。把这种看法与一群代理人在一项法律诉讼中提出的要求进行比较，并且雇员们指控对他们养老基金在环境方面与政治方面投资的限制导致财务状况恶化。可以预见的是，他们的这些抱怨引发了人们有必要在上帝与财富之间做出选择，但是同时也表明要做出正确的选择困难重重。

把 ETI 计划的风险和益处列举出来。你怎样才能保证这些投资不是妥协的结果呢？把在扩展（或者“消弱”，到底用什么词主要取决于谁来进行描述）养老基金代理人的信用标准方面的努力与董事会的董事成员进行比较，两者至少从表面上在更广泛的团体中充当代理人的角色。这是个关键问题。你怎样才能设计出一个 ETI 结构既能避免在成熟企业“过分投资”的风险，又能避免在非经济目标，如公共住房或者保护就业的投资，带来低回报的风险？

联邦雇员退休系统（Federal Employee Retirement System）

1986 年，美国政府建立了联邦雇员退休系统(FERS)，该系统日后将成为世界上最大的机构投资者。到那时为止，联邦雇员已经在社会保障体系之外进行运作。就像社会保障体系一样，

表 2－1 面向投资规划的州养老金系统

	住房债务融资				经济发展债务融资			股权融资	
	多个家庭	单一家庭	修缮	建筑	小企业	工业/商业	不动产	风险	
								工业	env.
阿拉巴马州		·					·	·	
阿拉斯加州		·							·
阿肯色州					·		·		
加利福尼亚州		·			·		·		
科罗拉多州					·			·	
康涅狄格州		·		·					
夏威夷州		·							
伊利诺伊州(芝加哥)	·								
马萨诸塞州	·	·			·			·	
密歇根州					·		·		·

该表由政策选择中心(Center Policy for Alternatives)整理(地址：康涅狄格大街 1875 号，西北，华盛顿 710，哥伦比亚特区)

联邦退休系统根本没有“基金”——即在职劳动者所支付的保险金直接支付给了退休雇员的养老金。之所以创立 FERS，在很大程度上是为了通过增加联邦雇员加入共同基金发展共同基金，以帮助社会保障摆脱困境。1986 年的联邦雇员退休系统法案（The Federal Employee Retire ment system Act，FERSA）第一次使联邦雇员创立“有限征缴计划”成为可能。根据这个计划，雇员们可以选择多种保障方式，包括股票投资（见表 2 - 1）。

国会打算准许联邦雇员在利益许可的情况下，将其退休基金投资到产权股票上（正如在本书其他部分所谈到的，依照所有长期分析来看，在所有可行的投资中，这种方式是最有利可图的）。但是，FERS 的建立并不是一个简单的政策或方针问题，它引发了许多难题，其中一些问题在国会听证会中进行了讨论。正如我们已经提到的，普遍存在的私有产权被看作是民主政府与自由企业的标志，但是，联邦政府已经对私有部门进行了很多干预。如果我们让山姆大叔成为国家最大的股东，会产生什么影响？国会不愿设置某个政府代理机构——养老基金代理人——凌驾于私有经济之上。当约翰 F. 肯尼迪(John F. Kennedy)总统不满意钢铁公司做法的时候，他就动用政府购买力驱使钢铁公司撤回涨价的决定。如果美国政府成为钢铁业最大的股东，那么又会发生什么事情呢？（这个问题从本书第二章科珀斯公司的例子中可见一斑）

没有人想建立一个系统，联邦官员能够借助认购或者出售特定行业的股票——或者甚至，在极端情况下是一家具体的公司——迫使公司遵从或者甚至支持某一届政府的政策。也没有人想要联邦雇员，即那些拥有凌驾行业与公司之上的常规与强制权力的人，能在这些公司借助他们的养老基金进行股票认购、股票出售、投票决定代理人。一名环境保护代理机构的雇员在对他所了解的一家公司查错的时候，是否很快就成为实施努力的目标？一名食品和药品管理局(Food and Drug Administrotion)的雇员正在对一家公司进行实验性药物检查，他是否可以认购该公司的股票？一位职业健康和安全管理局(Occupational safety and Health Administration)的雇员是否可以只根据他文件包中的文件，就对某一特定行业给与过高或过低的评价？出现以上这些滥用职权的可能性是无边无际的。

FERSA 通过限制投资的份额解决了上述问题。法律要求产权投资成为反映整体经济状况的“指数”。代理人可以选择标准普尔 500 股票(S & P500)的股票，以及指定 Wells Fargo 股票来管理产权基金。

这样就解决了买和卖的问题，但是仍然无法解决投票问题和其他公司管理时机等。在有关 FERSADE 立法听政会上，这个问题被明确地提出来。来自阿拉斯加州的共和党参议员特德·史蒂文斯(Ted Stevens)与前社会保障委员斯坦·罗斯(Stan Ross)之间的对话很有启发意义。这表明每一个人都不想看到“后门社会主义（back door socialism）”。最后，FERSA 只是简简单单地提供了以下结论：“董事会、其他政府代理机构、执行董事、雇员、成员、前雇员以及前成员或许不能行使投票权”[10]，代理人对 FERSA 的资产管理负责，但是禁止涉及证券的“所有权”部分。他们把投票权委托给 Wells Fargo。

从联邦退休系统证券所有权这一事件，我们可以看出所有权的划分情况。所有权的层次例证了从个人股东到机构股东的演进过程。

- 征得参议院的同意，由总裁委任的托管人，是 Wells Fargo 标准普尔 500 指数基金的合法利益所有者。

• 指数基金的托管人即为组合股票证券的合法所有者。

• 联邦职员作为受益者，无权决策是否买卖一家具体公司的股票。的确，他甚至没有选择某种特别股权指数（FERSA的托管人就是这样做的）；他只能以股票方式选择投资部分退休金。

• 无论是联邦计划托管人还是联邦雇员，都禁止行使相关的普通股票的所有权权益。

• 所有权责任制度包含在Wells Fargo中。指数基金的宗旨是市场回报。这种基金难以和其他指数基金的回报相提并论。虽然各种各样的指数基金之间本身存在着竞争的状态，但竞争的主要基础还是在费用上。指数基金之所以节约资金，是因为它们不必雇佣分析师来引导公司和做出投资决策。无论Wells投入什么样的资源来搜集信息，以便能够有效地监督其组合公司，都会使得指数基金和其他的股权投资模式都不太具有竞争性。此外，指数基金还面对在“囚徒困境”中所讨论提到的“集体选择”和“搭便车”的问题。

很难认为单个的联邦雇员是组合投资公司的所有者。他的利益分散在500家公司中，而法律还禁止他做出任何有关一家具体公司的股票的决策。那些被委托使用“所有权”责任的人普遍具有一种让人泄气的经济挫折感。

谁是这些公司（或者这些公司的股权证）真正的“所有者”？谁最适合承担责任和创造最多的公司股票所有权的机会？

此外，联邦政府没有面临其自身大面积融资不足的问题。“如果政府被迫坚持采取相同的会计标准（例如私人基金），文职和军事人员的退休计划就将少融资1万多亿美元。不仅如此，如果要求山姆大叔随着工人的增加而储蓄养老金——按照公司的经营形式，联邦预算赤字大约要高1/3……由于公务员队伍中日益增加的生育高峰期出生者，这种基金就需要在2010年覆盖年利支付，估计是翻三番，为1 600亿美元。”[10]

TIAA — CREF

教师保险和年金协会—大学退休股权基金（TIAA — CREF，The Teachers Insurance and Annuity asociation — College Retirement Eguities Fund）就是这种类型，养老基金既不是很公开的，也不是很封闭的。这家1 250亿美元的基金为150万教师和其他免税组织的职员管理着资金，拥有520亿美元的股票证券。该基金的规模和独特地位使得它具有异乎寻常地免受公司治理施加的商业和政治限制方面的自由。因此，毫不惊奇，该基金首先是第一家——如果不是最有形的——采取股票激励的基金公司。该基金提议对国际纸业公司的股东投票权实施毒丸策略，算是机构投资者对这种投票提出这种拟议的第一家公司。另外，该基金还开创性地提出了“优先处置”的激励措施，即要求公司对没有征得股东同意的“白衣骑士”拒绝提供“优先股”。

1993年，该基金宣布了一项更广泛的行动计划，发布了一份详细的公司治理政策表，称“TIAA — CREF承认以成为一名倡导改进公司治理和绩效原则的先行者为自己的责任”[11]。这项

政策奠定了该基金所说的它致力于跟踪其全部组合投资公司的基础。“重要的不是你抓住了那么三个或四个落后者，那只是你抓住的在跑的牧羊犬而已”，基金董事长比格斯（John Biggs）说，“我们需要恐吓所有的动物。”[108]这项政策声明还对讨论高级管理层的报酬问题给予了特别的重视，特别是确定构成“过度”报酬因素、评价设置报酬的政策和标准的正确性以及决定什么构成适当的披露。但事实上，具有某种讽刺意味的是，CREF 自己在 1993 年对其计划参与者/股东发布股东代理委托书中，包括一项股东解决方案，涉及高层管理人员在 CREF 自身中的报酬，抱怨说 CEO 的薪酬每年超过了 100 万美元。

TIAA — CREF 政策声明的主要宗旨是针对董事会。他们鼓励董事会吸纳多数外部、独立董事，并且称关键的董事会委员会应当完全是排他性的独立董事。此外，TIAA — CREF 并不相信和公司（例如作为一种法人代表）有其他交易关系的董事应该被认为是独立的[109]。比格斯说，该基金将乐意“在公司并不具有某种有效、独立的董事会挑战 CEO 的情况下，抵制董事的投票”[110]。TIAA — CREF 的网址给出了他们对公司治理的理解：

我们承认，即使一种理想的公司治理制度也不能保证优良的绩效。相反，尽管某种公司治理制度可能并不太完善，但却可以实现优良的绩效。尽管如此，TIAA — CREF 还是相信，确切的原则是一种公正、有效的公司治理结构的品质证明。良好的公司治理必须要能够在股东——公司的所有者的权利和董事会以及管理层的需要之间保持一种适度的平衡，以便指导和管理公司事务免遭非战略的短期影响。TIAA — CREF 承认，有责任充当改善公司治理和绩效原则的倡导者。

私人养老基金

最大的机构投资者是养老基金，管理这种基金的目的是为私人企业的员工谋求利益。ERISA 是约束私人养老基金的法律，其目的是鼓励私人公司建立养老金计划，并且一旦建立，就要保护这些计划的资产。该法规的设计是要解决利益冲突和负债问题，这些问题给私人养老金制度带来了极其不确定，甚至是混乱的局面。设计这条法规要解决两个公众利益问题：一是融资不足；二是开放养老金。“这些利益问题是那时创造独特的 ERISA 问题的制度：融资具有基金的管理导向，而融资不足具有政府担保的绩效。”[111]

ERISA 基金是外部资金管理人员最经常碰到的，这些资金管理人员对代理投票权的分布从一个极端走到另外一个极端。最近商业圆桌会议承诺的一种趋势是针对计划主持者留下的外部基金管理的其他方面行使内部代理投票权。假如因为本身就是管理层的一部分，而具有自然倾向管理层的看法，那么可以预见，将发生更加一致地倾向于管理层的投票。但是，在所有的情况下，资金是由外部还是内部管理，“残酷的事实是，基金管理人员控制着他们自己的企业的养老金，这是一个中心问题。很少有基金管理人员想要他们管理的养老金对其他公司的公司治理介入活跃起来胜过他们想自己的股东在企业中介入……虽然原因不详，（ERISA 的）教条还是牢固的和股东被动性的管理目标紧密联系在一起”[112]。尽管规模不大，ERISA 基金还是面临相同的全体股东实施“集体选择”和“搭便车”的问题：*对他们而言，在知晓没有能力同其他股东进行沟通的情况下，扩张资源会是谨慎的行为吗？任何积极的结果都不可能*

发生吗? 即便结果是积极的，积极股东的任何回报将只能和其持有的股票多少成比例，其他股东就搭乘了免费车。

对私人养老金来说，或许这个问题表现得最为尖锐。在某种程度上，一家公司的养老基金部门对投资组合公司采取一种积极的姿态要冒被惩罚的风险：市场报复和邀请其他养老金专业人士采纳一种平等的发挥自身效用的进取精神。因此，所有这些原因的存在，使之等于是一事无成，只是尝试通过交换使价值最大化而已，尽管所有的证据表明大多数这样的基金管理人员都难以超越市场的事实就摆在那里。

ERISA 受托人必须满足全部的谨慎和勤奋义务要求，任何受托人必须遵守习惯法。ERISA 的法规开始于那种标准，然后是施加超过一般信托法律的义务。施加这种义务的一个理由是，ERISA 允许“非中立受托”，（non-neutral fiduciary）[109]，而这在信托的习惯法中是被禁止的。在传统的信托法律中，受托人的第一个条件是他或她必须是“中立的”，而且必须没有任何利益冲突，不然，这种冲突会在只有单一的信托受益人情况下干扰管理信托资产的能力。但是，ERISA 面对的一个事实是：养老金计划和传统的信托基金是不同的，总是存在不可避免的、内在的利益冲突。雇主和雇员双方都是财产托管者（提供养老金的一方）和受益者（接受养老金的一方），因此，计划的主持者就是承担必须创造差别的风险的一方，如果计划经营不好，即使睁大双眼，也同样要处于无济于事的“中立的”受托人不必面临的问题风险层次。

ERISA 要求对养老金计划承担责任的任何“指定受托人”[110]都要由公司设计，称为“计划主持者”(Plan Sponsor)[111]。典型的做法是一家大公司指定一个董事会委员会充当这样的“指定受托人”。ERISA 认识到，这些人太忙又太重要，难以顾及到养老金的资金，所以允许他们向投资管理人员下放权力（以及责任和潜在的义务）。只要谨慎选择投资管理人员，这种养老金计划主持者就能够监督他们的绩效，计划主持者公司就不会承担投资管理人员发生错误的风险。标准几乎完全是流程式的。只要有合理的流程，就要遵守，劳工部（DOL）就不会瞎猜结果。这种情况适用于所有的投资决策，不管是买卖决策还是行使代理投票权以及其他治理权利。

ERISA 在 1974 年的足迹引出了上帝对进入私人信托投资制度的担心。对公共制度总是有太多的影响，而它们通常还就是实质性地附着于 ERISA 的标准中，至少根据流程看是这样的。将回避义务作为主要的目标，托管人就开展雇佣各种各样的咨询人员的做法，并以此规劝托管人。这些咨询人员成功地设置了让托管人感觉他们难以出逃的底限。重点是“流程”。“流程”很简单，就是“慢慢行走，掩盖行踪”（这反映在上面引述的 O'Barr 和 Conley 的讨论中），而这就是咨询人员高雅表述的基本信息，他们经常把华丽的辞藻送给应邀而来的养老金受托人，所有这些流程的设计都是为了掩盖托管人的义务，不管他们在实际的投资中发生什么样的情况[112]。ERISA 的基金明显不愿意介入行使所有权权益的事务。养老基金的管理问题（以及小一些的代理投票问题）远离了计划主持者公司生产什么样的产品和服务，因此比较容易使得养老基金摆脱“人力资源”[113]的束缚。因此，正如我们在公共养老基金案例中看到的那样，重点行使私人养老金资产的所有权权益是费力不讨好的事情，无论是内部还是外部的投资管理者，都不愿意甚至额外支付有效投票代理的费用，因为那将意味着招来许多反对管理层推荐的反对票。所以，ERISA 基金在机构投资者中是隐蔽最深的机构投资者。

但是，有一些变动的迹象。1991 年，从基金的一般管理层开始，ERISA 在员工利益资产投资委员会（ CIEBA ）写给证券交易委员会的一封信中，明显地把自身至少和某些传统的管理法规的地位相区别[12]。CIEBA 的成员是公司利益计划的主持者，代表 800 万各计划参与者，管理着 6 000 亿美元集体资产。该信对代理规则的变化给予坚定的支持，而后者通常是公司高层管理反对的。例如，CIEBA 认为，当公司想实施某种“毒丸”或者其他防御接管行动时，任何改变代理程序的举措都应当包括股东投票权。

相关案例：坎贝尔·索普(Campbell Soup)公司，通用汽车公司（ GM ）

1993 年 7 月，坎贝尔·索普（ Campbell Soup ）公司 10 亿美元的养老基金成为 ERISA 的第一个大型项目，承诺对股东行动主义“投资”。在此之前，机构股东行动主义主要还在公共养老基金领地。由于引以为自豪的公司治理结构和记录，该公司的养老基金宣布，它将引导管理其养老基金股权投资的企业，行使代理投票权，以对抗选举了 3 位以上内部董事或股票价格下跌以后还重新定价股票期权、而使他们损失惨重的公司。该公司还说，它将引导其资金管理人员行使他们的代理投票权，提请重视经理人员的报酬与公司的绩效相联系。

1993 年后期，通用汽车公司(GM)宣称希望降低它庞大的（ 170 亿美元 ）养老基金筹资不足的局面，向公司的养老基金计划注入价值 57 亿美元的 GM 的 E 级新股发行（和 GM 子公司 EDS 的收益相连的股票 ）。该养老基金当时持有 38 % 的 EDS 公司股票。因此，上述举措就需要内部收入署（ Internal Revenue Service ）和劳工部赋予公司减免税收处罚的特别立法和特别条款，GM 在当时拥有全美国筹资成本最低的私人养老金计划，这意味着 GM 的资产和其预期的支出之间存在着最大的差价。

大约在同一时期，PPG 实业公司宣布将为其养老基金注入价值 150 万股股票；而 Tenneco 公司宣称，在已经注入 22.5 万股股票基础上，还将继续在属于自己合资伙伴的康明斯引擎公司中注入 320万股股票。Tenneco 公司的女发言人说：“用一种方法做两件事情，把养老基金带到最需要它的地方，去的时候还不用现金支付。”[13] IBM 计划拿出 1 500 万股股票投入公司的养老基金。克莱斯勒公司则在 1991 年向公司的养老基金注入了 3 000 万股股票，当时公司股票的交易额是每股 10 美元左右，3 年后股票价值大约只有其 1/5。克莱斯勒公司的执行官支持这种办法：“向您的养老基金注入股票的好处在于，注入的行动增加了公司股票的容量，而事实上，如果股票增值，那么利润就流向了养老基金。”[14]另一家公司的执行官认为，他的公司向养老基金注入股票、而不是向公众股市场发行股票的好处，是节约时间和投融资费用。

在这个案例中谁获利？当难以确定时，这与养老基金受托人向计划贡献资产的受托责任相一致吗？ 如果没有关系，这种获益是否会升值呢？

西屋公司（ Westinghouse ）1991 年注入了交易额为 16.50 美元的 2 200 万股股票，这时的每股股票价值比 1994 年公司继续注入的 1 600 万股股票的每股价值要高 3 美元。但另一方面，施乐公司指南却禁止这样的股票让渡。“我们感到在施乐财富中的员工部分已经有了足够的披露，用不着再用养老基金额外披露了。”当时的助理出纳员梅拉·德鲁克(Myra Drucker)如是说[15]。

从公司和员工的角度考查公司向自身的养老基金让渡股票的财务状况和政策。德鲁克是对的吗？

这是一个很好的“非中立受托”问题的例子，因为什么是最好的公司财务结构的观点（被迫向最友好和最长期的潜在买家出售公司股票，可能并不是最好的养老金计划受益人的看法，他们的养老资金是和那些可能并非最佳投资的股票绑在一起的。

相关案例：“通用装饰器材公司”(Universal Widget)

该公司的养老金计划拥有最多的公司股票。公司的绩效在过去10年中非常不好，连续出现了一系列的灾难性收购和连续下滑的市场价值。该养老金计划的托管人是一家大银行，也打理该公司养老基金的商业账户。在该养老基金的管理中，该银行是按例行程序行使代理投票权。什么样的“谨慎”和“勤勉”情况需要托管人的行动呢，是采取抵制董事会投票结果的股东议案，还采取更加激进的行动？换句话说，这样的行动会招致多糟糕的后果呢？（也可参见第六章中的Carter Hawley Hale和Stone & Webster公司的案例）

许多观察家注意到，该养老金体系需要一顶降落伞，才能掩盖它的储蓄和贷款危机。1993年，作为联邦政府机构专门制定私人养老金制度的养老金利益担保公司宣布上年无筹资能力的最差50家养老金计划的债务，增加了31%，达到了3 800亿美元，其中3 170亿美元是由养老金利益担保公司（和纳税人）承担的。

假如托管人持有美国大公司的多数所有权，这种集体所有权大得足以显著消除“搭便车”的问题。法院和政府监管机构应该通过获得某种积极的监督方式，颁布托管人对受益人的受托义务吗？应该采取集体行动吗？

如果“需要”受托人真正独立投票的话，那对商业争端的介入就只能是不可能了。马克·罗(Mark Roe)说：“ERISA限制受托人的关键不是迫使被动性，而是要加强任何流行的实践行动，ERISA需要的就是模仿。”他推荐考虑四种可能的改变ERISA准则的方式，以便保证更有效率的股东监督：安全的避风港，具体表现为ERISA的受托人可以实现“比方说，不同行业中20或50种股票”的多元化目标；“编织”大型投资（没有过失）；在他们因为担任公司管理层的职位而发生利益冲突时，限制养老基金对董事会行动的商业判断规则的责任；更加谨慎地审核养老基金管理人员。

ERISA基金还受到“经济型目标投资”压力的影响。20世纪90年代初期，美国政府考虑建立一种类似纽约州曾经设立过的结算机构（clearing - house），以便鼓励ERISA基金进行ETI投资，但该项提议却从来没有付诸实施。ERISA顾问委员会在1993年1月提供的一份报告中建议，同意养老基金的受托人考虑来自其投资的“担保利益”（像增加就业那样），尽管没有对这种担保的成本（像寻求或监督投资过程的成本）描述只言片语。1993年9月2日，劳工部养老金和福利利益助理奥勒纳·伯格(Olena Berg)在AFL—CIO资产管理人员大会上做了一场报告。在重申她决不推荐甚至反击“妥协性的”投资（为支持某种社会目标而接受一种更低的回报）后，她要求养老金托管者们认识到，“推动长期生产效率更高、更加健全的经济社会的投资是对计划参与者提供的最大利益服务。以增强美国经济的方式，使养老基金绩效最大化和投资养老基金资产的这两个目标，是不需要多做说明的，但的确又是难以统一的。”[10]她

呼吁听众考虑公司长期绩效的“未加充分利用的指标”（un derutilized indicator），如“开发和保持训练有素的人力资源的能力”。最后，她保证劳工部会研究诸如长期绩效这些指标之间的关系，以便协助养老基金托管人评估他们的数据。

沉睡的巨人苏醒：治理问题中的股东代理议案

如上所述，有些机构投资者自20世纪80年代后期以来更加热衷于行使股票所有权的权利。刚开始的时候，只是一种对风行接管的反应，这种行动主义获得了长足的生命力，因为它关注的是绩效——以及当绩效难以让投资者满意时，董事会作为去留的场所。

这种趋势的形成与力量可以从许多股东提案和有利于他们的投票表决上觉察出来。多年以来，这样的股东提案总是诸如吉利伯特兄弟、E·戴维斯(Evelyn Y. Davis)和索斯(Wilma Soss)这样富有传奇色彩的公司“苍蝇”的特别领地，构思了一部喜剧（后来成为电影）“坚固的金色卡迪拉克”，直到现在都仍然对当前的公司治理问题富有启示。

这一小群体受到了一部分人的欢迎，但更多的人对他们是冷嘲热讽，而公司管理层则对他们感到害怕，但他们的确创造了股东行动主义的领域。1932年，已故的路易斯·吉利伯特出席了纽约市联合天然气公司的年度股东大会。吉利伯特讨厌公司董事长拒绝回答听众席上股东们提出的问题。于是他和他的哥哥约翰·吉利伯特开始购买该公司的股票（他们的投资决策是“永不出售”）并不断参加公司的股东会议。他们的行动终于在1942年促使美国证券交易委员会采纳14a—8规则，赋予股东提出包括公司代理委托书中的提案的权利。早期的公司苍蝇开始提交以公司治理为题材的股东方案，如高管人员的报酬、累计投票和年度大会的地点。

公众利益的倡议者在20世纪60年代注意到了这种方式，并表示赞同。股东提案的题材范围从治理领域扩大到了社会行动主义(activism)，公共养老基金、工会养老基金以及教会组织主持的对“社会政策”问题的股东方案，如在南非投资或者出售婴儿配方。1970年，对拉尔夫·纳德尔(Ralph Nader)的“通用汽车冠军”股东提案投票不足3%被称颂为股东行动的一次意想不到的胜利。上述群体持续递交社会政策提案，得到了20%和更高的投票结果。有些提案内容很杂，包含了社会政策和公司治理的要素。这类东西包括有关香烟、国防生产和环境问题、南非和北爱尔兰的提案。公司责任宗教团体中心是一个促进公司社会问责的组织，其成员负责主持许多这样的股东方案。

所有这些迹象都表明这个时期还会延长。不断敦促其成员给无礼的电视节目主持人写信的双亲电视理事会，开始建议拥有公司股票的成员提交股东议案，并在机构的快讯上言简意赅地发布。阿曼斯特(Amensty)国际公司在一份2 000页的题为“人权——它还和您有关吗？”报告中警告说，激进的组织要挑战那些不能向公众承诺实行公正、安全的劳动实践的跨国公司的声誉。他规劝那些难以容忍的忽视以往劳工和环境问题的公司董事会的董事们：“公司在利用其合法的影响力方面具有一种直接的自利倾向，这样才能保护和促进其员工和他们所投资和/或经营的社区的人权。”报告说到。

1993年，美国地区法院法官金巴·伍德(Kimba Wood)推翻了证券交易委员会对沃尔玛公司做出的一项决定，该决定认为沃尔玛公司不必非要满足股东的要求，在发布采取确切行动

和公平的员工机会计划中包括一种股东方案。该方案由混成制衣和纺织工人联合会以及几家教会组织主持[19]。证券交易委员会发现，股东议案涉及到“普通业务”（ ordinary business ），实际上成为公司管理层的专有权利，和股东的积极性格格不入。这种态度在 1991 年以前的证券交易委员会的政策是相反的，那时他们认为公司员工问题正日益成为重要的政策问题。伍德法官赞同更早时期的观点。同样， 1993 年，纽约市雇员退休系统（ NYCERS ）起诉证券交易委员会同意鞭炮筒故乡(Cracker Barrel Old Country)储备公司排除 NYCERS 要求公司废除禁止招收同性恋员工的公司政策。证券交易委员会同意该公司的看法，认为上述问题属于“普通业务”的范畴，因而对股东的评判不予理会。NYCERS 宣称，该问题有着更广泛的经济意义：“限制了公司可以挑选员工和管理层中那些富有才华的人的途径，使公司在劳动力市场上处于不利的地位。” NYCERS 主席奥克莱尔亚坎（ Carol O'Cleireacain ）如是说[20]。

1998 年，美国证券交易委员会改变了态度，决定接受员工歧视问题的议案。与此同时，上述公司废除了反对同性恋的公司政策。

比较这个例子和导言中的 Wrigley Field 例子，描述“普通业务”的优化标准。

美国股东协会（ USA ）由皮肯斯（ T. Boone Pickens ）于 1986 年创立，在全美 50 个州拥有数以千计的会员，是一只强大的中小投资者开展行动主义的力量。该协会发布有关公司、问题和提交方案的流程方面的信息。USA 成员每年要整理出大量的股东方案。该协会对美国证券交易委员会修改代理原则发挥了基础性作用，是著名的关于高级管理人员薪酬问题的评论家。该协会于 1993 年停止了活动，因为证券交易委员会决定彻底更新股东通讯原则，但还有少数会员在继续战斗。

到了 20 世纪 80 年代后期，许多公司，特别是绩效很差的公司，至少按照例行程序会得到散户股东、工会养老金、教会组织和公众养老基金提交的一项股东议案，有时多达 5 项到 6 项。即或这些股东议案实际上只是呼吁，公司还是需要积极地答复他们，经常是和提交人商量，以便议案不在年度股东大会上投票表决。在其最后的时期中，美国股东协会发现，在成功协商后，50 项股东议案中有 29 项被退了回来。CalPERS 发现，他们瞄准的 12 家公司中有 11 家准备进行市场撤退。

当机构投资者开始利用治理方案打击管理层设计的剥夺股东权利的反收购装置，以保持自己免遭变化的控制时，获得支持的队伍逐渐扩大。在通用汽车运动以后的 20 多年时间里，股东解决方案在正常情况下被表决的概率大约为 20 %到 40 %，甚至绝大多数。1987 年，来自机构投资者的第一批公司治理方案（大多数情况下是毒丸方案）提交给了 34 家公司，投票结果大约在 20 %到 40 %。一年以后，这些方案中有两个方案得到绝大多数的投票，一项方案是关于毒丸的，一项方案涉及制止支付绿票讹诈。这两项方案都是针对控制权的代理争夺提供了大量可观察程度（以及得到了大量股东的支持）的情况的公司。虽然那年更为重要的发展是劳工部在 2 月 23 日发布的“阿丰信”（ Avon letter ）。此信的内容将在稍后详细介绍，它是该政府机构颁发的第一项正式规定，赋予 ERISA 对基金的司法管辖效力，指出代理投票的权利是“计划资产”。全国各地的资金管理人员开始建立代理投票制度的流程和政策。

但是到了第二年，即 1989 年，出现了首次不是针对董事候选人而是针对公司治理的代理争端。 1998 年， TIAA — CREF 成为第一个启动董事会候选人持不同意见制度的机构投资者，也是算是成功的第一个机构投资者。

相关案例：Honeywell 公司和 Furr 饭店

Honeywell 公司的大量小股东加入了两家公共养老基金和机构股东服务公司[9]，以便制止管理层改变两项拟议。公司想搪塞董事会的选举，取消股东采取书面同意行动的权利，而不是等待年度股东大会上处理这两件事情。特别联盟发布了自己的代理卡片，并成功地阻止了管理层得到必要的程度支持。在实施行动的 3 个月中， Honeywell 公司的公众股票上涨了 22 %，每个州在这种代理投票上的竞争都激发了积极的市场反应。在接管谣言漫天飞的时候，市场清楚地认识到积极股东介入经营绩效欠佳公司中的价值。个人投资者付出诉求成本，得到了投资激进主义的可观回报， Honeywell 公司的其他股东也是这样的情况。图2 - 1和图 2 - 2显示出这种效应对股票交易量的影响。

1998 年，世界上最大的机构投资者之一的 TIAA — CREF 成为第一个在自己的候选人那里启动反对管理层提名的机构投资者，并取得了成功。 TIAA — CREF 候选人收到了 85 %的投票。这家公司是一家连锁饭店 Furr's/Bishop。这种情况不同寻常， TIAA — CREF 确信该饭店不会将投资战略扩大到 Carl Icahn 地区。TIAA 成为 Furr's/Bishop 饭店 17.7 %的公众股票持有者，当时该饭店向 TIAA 和其他机构投资者通报了财政赤字的消息，结果在 1996 年造成公司大面积重组。无可争议的是，如果容忍公司业绩进一步恶化，在代理权争夺上花费的成本要比无所作为的代价低得多。除 TIAA — CREF 以外，还有 8 个股东持有这家饭店 84 %的绝大多数股票，该饭店的董事会功能几乎完全丧失（一份报告指出董事们花在某种甜食构成上的争论可以达好几个小时），每个董事都受到 TIAA — CREF 的严厉谴责，并最终都加入了 TIAA — CREF 的队伍。

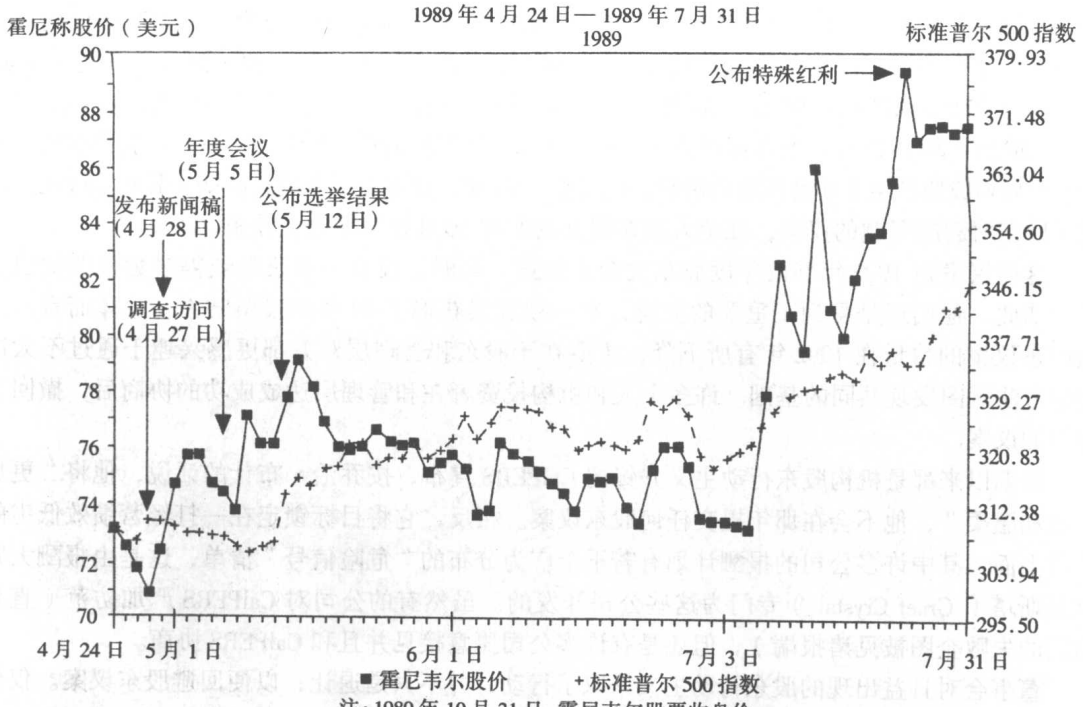
1990 年，治理的股东方案绝大多数来自公众养老基金，并得到广泛的支持。有两个方案得到了绝大多数的投票支持，这是首次绝大多数没有正式代理诉求的投票。但那年最重要的公司治理问题是宾夕法尼亚州有争议的新的反接管法的斗争。和大多数州的情况差不多，宾夕法尼亚州采纳了新的法律，以保护该州的有限责任公司免遭接管；但局势走得更远，在当地公司阿姆斯特朗(Armstrong)世界公司成为接管目标时，又出台了第二次修正法案。 1990 年的法案条款遭到股东们的强烈反对，该州近 1/3 的公司（占《财富》500 家在该州公司的 84 %）选择退出至少一项规定（参见第一章种讨论过的“保护：宾夕法尼亚的方式”）。

1991 年，股东和公司管理层之间出现了出乎意料的合作和协商。机构投资者提交的许多股东议案被退回，此前则是与管理层达成一致的公司变革的讨论。股东和公司社区的代表们商讨了《哈佛商业评论》上发表的“所有者和股东之间的融洽”。

可是，正如这种融洽表现出的重要意义那样， 1991 年的代理季节表明，管理层和投资者并没有成为亲密的伙伴。那年重要的治理故事之一是本书作者之一的 R. 孟克斯对 Roebuck 公司中 Sears 公司一个董事席位的代理竞争（参见第六章的西尔斯公司案例）。

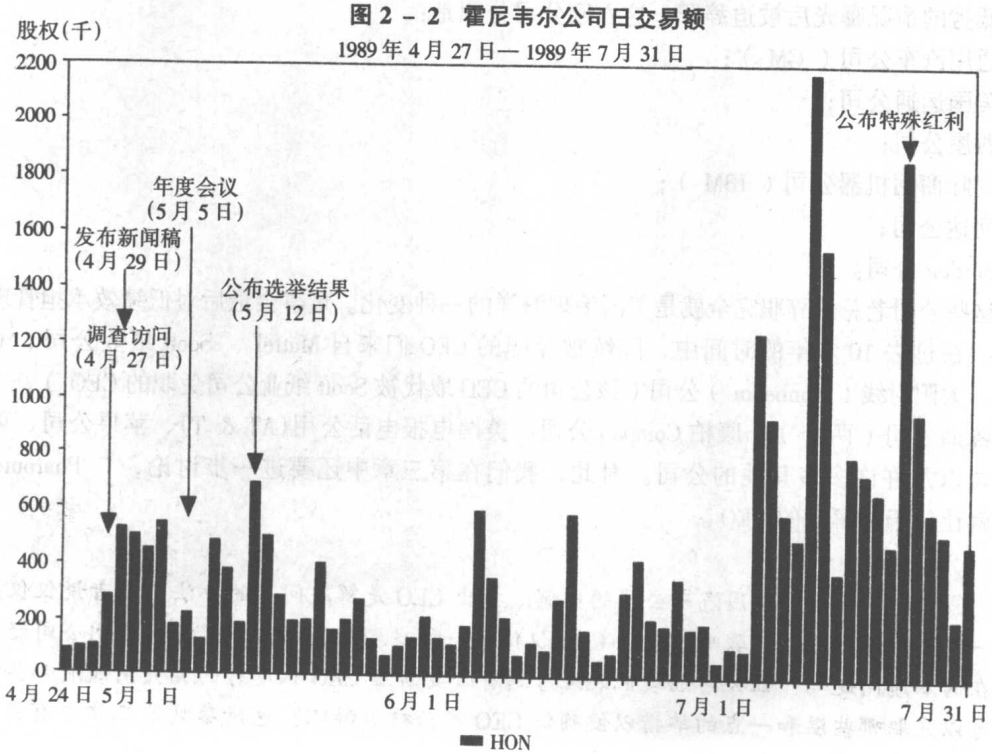
同样在那一年，爆发了一个公司治理问题，使得商业版总是跃上杂志的头版、编辑寄语甚至喜剧的主题。当然，这个问题是有关高级管理人员报酬的（参见第四章的讨论），甚至在商业记者招待会都使用了如“淫秽”和“失控”这样的术语，描述部分高管人员拿到的薪酬数水

图 2－1 霍尼韦尔与标准普尔 500 日交易额



注：1989 年 10 月 31 日，霍尼韦尔股票收盘价为 82⅞美元。标准普尔价为 340.36 美元。

图 2－2 霍尼韦尔公司日交易额



平。政客和大众传媒将其作为一个中心问题，而且这个问题还在继续引起争论，因为薪酬一揽子计划使得10多年前的这种事情相形见绌。股东在90年代初期齐心协力地推动股东议案，让人想起了半个多世纪以前的吉尔伯特兄弟。1991年，ITT公司CEO兰德·阿拉斯科格（Rand Araskog）的薪酬增加了103%，达到1 100多万美元，而在当年，该公司的股东们看到的却是他们的股票下跌了18%。股东组织的压力迫使公司彻底推翻对前500名雇员制定的薪酬政策，该举措对公司股票产生了非常积极的影响。也是在1991年，证券交易委员会改变了其长期政策，同意了股东对薪酬问题的议案，在个人股东提交的所有10项议案中名列榜首。

这些议案在1992年春的年度股东大会上陈述。当时，没有一项议案获得多数投票赞成，尽管如此，他们还是得到了重要的支持，有一项议案获得了44%的投票结果。总体而言，虽然股东议案的数量在1992年有所下降，主要在于股东和管理层双方都更感兴趣于通过不太冲突的方法试图发现共同的基础。许多个人和机构投资者在和管理层达成成功的协商后，撤回了他们的议案。

长期以来都是机构股东行动主义先锋的CalPERS宣布，按乔治·布什的话说，他将“更加仁慈和温柔”，他不会在那年提交任何股东议案。相反，它将目标锁定在一打经营绩效低劣的公司上面，其中许多公司的报酬计划有若干个广为分布的“危险信号”清单，这是由报酬大师克星斯塔（Graef Crystal）专门为这些公司开发的。虽然有的公司对CalPERS严加防范（直到他们的失败企图被见诸报端），但还是有许多公司愿意接见并且和CalPERS协商。

董事会对日益出现的股东行动主义采取了行动，并不只是退让，以便回避股东议案。仅仅在1992年10到1993年12月期间的12个多月时间中，不少于6家公司的CEO在公司长期经营绩效低劣的情况曝光后被迫辞职。这六家公司分别是：

通用汽车公司（GM）；

美国运通公司；

西屋公司；

国际商用机器公司（IBM）；

柯达公司；

Borden公司。

这些公司老总的辞职完全就是美国治理海洋的一种变化。董事会最后对低绩效承担管理说明责任。在过去10多年的时间中，陆续被免职的CEO们来自Mattel、Scott纸业公司、Quaker公司、太阳射线（Sunbeam）公司（该公司的CEO取代被Scott纸业公司免职的CEO）、Waster管理咨询公司（两个）、康柏Compaq公司、美国电报电话公用(AT & T)、苹果公司、可口可乐公司以及许许多多其他的公司。对此，我们在第三章中还要进一步讨论，“Pharonic”的CEO就让位于被解聘的CEO。

阅读柯达公司和通用汽车公司的案例。推出CEO是解决问题的办法，或者说仅仅是搞活一家企业的第一个步骤吗？解雇CEO仅仅是一种戏剧性姿态，其实没有说明公司经营中存在的本质问题吗？让公司继续低效经营到有必要解雇CEO程度时的相关问题有哪些？早期可以采取哪些温和一点的举措以便确保CEO不必被迫辞职？也请参见第三章中有关“恐

龙”公司的讨论，了解那些数十年来持续保持成功的公司的情况。

聚焦董事会

很显然，在1992年和1993年，大型机构股东、立法者，甚至还有公司社区，开始了解董事会，以提供对公司绩效、发展方向和公司战略更加独立的评估。CalPER首席执行官汉森(Dale Hanson)对一组公司管理人员说：“我们不要再难为CEO们了，从现在开始，我们要难为董事会了。”

从股东的立场看，“只投反对票”战略已经成为传递不信任信号的一种日益重要的机制。1991年，ITT公司1%的“撤销”投票记录在1992年就被Dial和GM公司的2%撤销投票超过了，并继续被美国运通公司3%的记录超过，西屋公司、Unisys和西方石油公司的记录是4%，西尔斯公司和旅行者公司的记录则为6%，国际冠军公司则是可怕的9%的记录。

对董事会的进一步关注还反映在股东的议案中，这样的议案要求董事长和CEO分开设立，由不同的人担任，薪酬委员会和提名委员会则全部由独立的外部董事构成，总之，在董事会中，独立的外部董事要占到绝大多数。

当时纽约州的审计员E. 里根（Edward V. Regan）散发了一份提案，要求允许大股东得到用于简要评估董事会绩效的公司股东代理委托书。1992年，R. 孟克斯向埃克森(Exxon)公司提交了一份股东议案，请求允许建立股东顾问委员会，那是一个由股东选举的股东组织，目的是集会（成本由公司负担）[9]。正如里根的提案那样，允许这个组织包括它对公司股东代理委托书的评价。CalPER就这样的委员会与里德公司(Ryder)谈判，也和其他公司也进行了类似的讨论。

证券交易委员会对代理制度的改革

自最初采取约束股东提案的规则以来，最重要的发展可能要算1992年证券交易委员会（SEC）通过的代理人规则修正案。1991年，最初的提案引发了大雪崩式的评论。几乎每一家公司的管理层代表都遭到质疑，几乎每一位股东代表都支持这样的质疑。新的规则使那些不希望控制公司的股东更容易展开彼此间的沟通。先前的规则要求任何想和10位以上其他股东沟通、并且发表评论的股东，在散发材料之前，必须得到SEC的批准。新规则取消了SEC在这种情况下作为编辑者/审查者的角色，仅仅是要求提供材料的复印件即可。该项提案的其他方面也使得股东更容易相互得到材料。

新规则使更加有效的股东监督成为可能。但是，管理层、董事和股东必须牢记，仅仅因为股东的义务受到限制，所以他们的议程就受到限制。保证股东议案提出合适题材的新规则并没有改变，哪怕是稍微去改变的努力都是失败的。股东没有专家、资源或者介入管理层日常事务的权利，不应该卷入“委托业务”的瞎猜中。的确，这样的卷入当前受到代理人规则的限制，对变革不予考虑。

但半个多世纪前的格拉汉姆(Benjamin Graham)和多德(David L. Dodd)宣称，股东就是有权

利和责任把注意力集中于“官员和股东的利益发生冲突”的地方，包括高管人员的报酬[69]。自格拉汉姆和多德时代以来的发展表明，股东还必须对保持其股票所有者权益的公正和价值提高警惕。例如，他们的投票权可能被分级的董事会或者双重市场价值所稀释，后者以互惠的价格向乐意的股票买家转移股票的权利可能被“毒丸”战略所取消（有关“毒丸”的讨论和其他在股东权利被蚕食的接管期中所设计的装置，参见第三章的内容）。这些问题代表着利益冲突，这在格拉汉姆和多德时期的第一个版本中是没有考虑到的，如股东对说明责任感兴趣，而执行官和董事们对保护自己感兴趣。

即便“毒丸”是好的，是否就不存在股东与管理层之间在设计和实施“毒丸”上的利益冲突了吗？谁处于最佳的确定优化设计和实施的地位？“毒丸”应该提交股东表决吗？

当然，股东作为监督者，最重要的职能是关心董事选举。如上所述，“只投反对票”战略对股东来说是一种日益重要的传递对公司或董事会绩效给予关心的重要方式。公司股东代理委托书揭示有关个别董事是否出席75%的董事会会议，他们拥有多少股票，他们应该负起多少责任，以及他们是否和其他公司有财务关系这些方面的信息。股东可以撤销对不出席董事会会议、没有持股、在赞同效果不好的报酬计划委员会中任职或者具有利益冲突的董事的投票。当甚至多数的“撤退”票都难以把遭反对的董事候选人从董事会中踢出来时，就可以向董事会、管理层甚至是可能支持不同看法的金融群体成员传递一种有效的信息。这样可以引起传媒的注意力。1997年迪斯尼公司出现了受CalPERS支持的13%的“撤退”票，就帮助获得了战胜董事会的胜利，这家公司的董事会在那年被《商业周刊》评为“最差董事会”，最终集体辞职。

投资者继续关注高管人员报酬和董事会报酬及其构成。20世纪90年代后期，Waste管理咨询公司、Cendant公司、Livent公司，还有太阳射线公司相继出现的会计丑闻，导致对审计委员会及其独立性和专业能力的日益重视。

另外一项重要变化，是1995年立法条款[70]改变了对股东诉讼的规定。这项改变旨在为远景规划书提供一种“更加安全的避风港”，鼓励公司代表对公司的前景畅所欲言，无须顾及如果言辞过激被被炒鱿鱼，让大型机构股东能有比“特拉华”正式法律事务所应用的“职业原告”更好地代表各种投资者的机会。这些公司是代表职业原告提请10多起法律诉讼的律师事务所，所以他们可以很快解决问题，然后转向下一个案件。那种立法的影响至今还在评估。先期的调查表明，这些行动对被提起诉讼的数量几乎没有什么作用，但是他们影响了司法权限（现在州级法院的诉讼量高于联邦法院的诉讼量）和收费（以更多的欺诈为基础）。在有的案子中，机构投资者已经有能力控制被“特拉华”拒绝的诉讼，并且得到了好的结果。

相关案例：SWIB和蜂星公司（Cellstar）

威斯康辛州投资协会（SWIB）进行的最早的尝试之一，即在与蜂星公司的诉讼案中，受命担当了新法律框架下的主讼人。这是一件敲响普通公诉人的辩护律师们丧钟的事件，这些律师们总是习惯于控制案件，然后收取大量服务费。所以，他们反对SWIB的上诉。他们被迫向SWIB让步，满足作为“据推测是最忠实的原告”的法定标准，因他们的投资规模（超过了股票的20%）原因，他们的起诉动作

迅速，刚开始陈述的是按照法律要求的“典型性和准确性”。但该法律事务所总是和他们过不去，主要原因在于他们提供的材料不具备材料本身体现出的“典型性”和“准确性”，换句话说，这些起诉材料并不是蜂星公司股东阶层的优秀代表。为什么会这样？因为他们的势力太强大了，而且太有经验，因而没有能力代表中小投资者的利益。法官认为这样的断论毫无根据。

机构股东改变了公司治理整个大厦。他们在代理投票制度上必须考虑的问题都比较复杂而且内容分散，经济和信用受托的结果都必须加以考虑和评价。机构投资者群体的特权是迅速介入，诸如“毒丸”在过去的副作用（和反作用）问题、呆滞的董事会和董事会构成、独立性和有效性这类中心（和积极的）问题。“所有者和股东的新秩序”，由股东和管理层代表起草，表明双方对良好的董事会监督的信心。

在过去20年中，不仅仅只有股东群体发生变化，公司群体也在发生变化，以便适应日益明确的股东所有权的集中，甚至在股东没有采取任何公开的行动情况下也是如此。乔治森(Georgeson)股东通讯公司是一家著名的代理请愿公司，这家公司的威可斯(John Wilcox)报道说，他的许多客户得到过Georgeson的规劝，并且会在大多数投票中遇到麻烦时，大都决定不采纳股东要求同意的某些改变。

许多公司都在重组董事会，以便监督股东、金融机构和法律机构提出的问题。斯图尔特(Spencer Stuart)每年的《董事会索引》（分析100家大型公司的董事会的趋势和实践）显示了某种戏剧性的变化。在过去5年内，因为股东行动主义和间接施压的原因，已经出现空缺91个内部董事职位和增加2个外部董事的职位。外部董事和内部董事的中值比例现在达到3：1，比该研究当时得到的5：1的数值增加了1/4。调查中，只有7家公司董事会具有大多数内部董事。全国公司董事协会对653位CEO进行的调查同样显示出对“小型、积极、灵活和真实的独立董事会”上下一致的支持[18]。在很多情况下，公司对要求董事会中须有大多数独立董事的股东议案的态度，只能是同意且无须对提议表决或者屈服。

机构投资者和个人投资者都正在利用新技术更加有效地监督公司管理层和公司董事。下面的相关案例可以说明自路易斯·吉尔伯特奉劝证券交易委员会要求公司在委托代理书中公布股东议案以来，最为重要的发展轨迹。

相关案例：联合金融公司[19]

联合金融公司（UC）创建于1946年，从事向“次级”（subprime）借款人（其信用利润难以被主要借贷人接受的人）发放各种各样的货币借贷业务。1992年，该公司发行次级居民贷款的证券，随后该项业务增长迅速。但公司CEO和董事长布朗（Terrell Brown）不愿意控制经营成本，并且又没有能力提出摆脱无限制获得廉价资本的长期计划。股票价格在1997年后半年从每股36美元下跌到每股12美元。公司在被迫挂牌出售后，股票价格反弹到每股26美元，但还是没有人接单。公司摘牌使得股票价格进一步滑向每股4美元，最后是在1美元以下。该公司股东中有两位教授是积极的股东，分别是布朗(Aaron Brown)和斯托纳(Martin Stoller)，他们试图和公司管理层取得联系。斯托纳在Yahoo上贴出了他对公司董事会的一些看法。在看到其他股东同意他的看法，特别是公司提出破产申请后，他请求公司这些股东说明实际拥有公司的股票数量。结果表明，40%公司股票由Yahoo公告板上的

公司股东代表们所拥有。

Yahoo 信息公告板结果表明是一种非常理想的、用于做过去完全不可能的事情的机制，即寻找，并且和其他股东沟通。在其他股东的支持下，他们就有了在破产程序中发挥作用的能力。布朗描绘了他所学到的东西：

我相信，互联网在本故事的三个方面起着关键作用：

1. 我认为，没有互联网上代表着大批的股东和人们，我们不可能获得成立“股权委员会”（Equity Committee）的批准。公告牌赋予了我们、证券交易委员会和报纸利益，我个人认为，这就是迫使“美国破产受托人”任命这个委员会。没有由行动股东组成的这个股权委员会，我相信，联合金融公司会在 1999 年 5 月就破产清算，而股东则血本无归。

2. 互联网公告牌用几种方式帮助我发现了联合金融公司的买主。首先，公告牌让我结识了联合金融公司；其次，公告牌提供了详细的财务和管理信息，而这些对设计计划是非常重要的；最后，我发现所有潜在的买主都陆续出现在公告牌上，真是令人吃惊和可怕。我到过几个从没有去过的聊天室，在那里，我似乎成了一个名人。

3. 信息公告牌以及公告牌提供的来自证券交易委员会和报纸的信息，使得各方人士情绪高涨，更加关注股东利益。而这在联合金融公司管理层是根本看不到的情况。

另一方面，互联网的告示可能也引发了一些问题。有的帖子显然是偷来的信息，严重违法，如内部信息、诽谤或侵犯隐私。还有大量的虚假信息，绝大多数这样的信息显然是假的，而其中有的信息，我怀疑直接来自公司的雇员。当然，许多员工确实发了帖子，不过大多数都是没有具体情况的信息。

虽然结果从财务方面来说不是完全成功的，但布朗和斯托纳利用了他们学到的东西，并创造了一种基金，旨在利用互联网迫使绩效低劣的公司进行改变。

投资行动主义

布朗和斯托纳的“电子袭击者”基金表明，技术、证券交易委员会以及股东规模和类型的变化，改变了股东行动主义的成本—利润计算方法。戈登(Gordon)组织的“美国股权市场的积极投资：过去的成就和未来的展望”（1992 年 12 月 2 日）提供了最有影响的、来自有效股东行动主义实现价值的分析。该报告结合自身创记录的研究，详细调研了这一题材的传统文献，考虑了几种新的办法。其结论认为，“催化这种活动（代理激励，董事会候选人）的伙伴关系有可能实质性地提供一种高于被动股权投资基础预期回报的某种回报”。报告还量化了这些潜在的回报，超过标准普尔 500 家公司回报的 30 %。

早期引用的几条线索对这样的结论给予了强有力的支持，即行动主义对公司稳健和股东价值有好处。哥伦比亚法学院教授布莱克(Bernad Black)曾就所有权介入的效率提出过一种非常有说服力的、论据可靠的观点[18]。美国财政部公司治理前司长雅各布(Michael Jacobs)在《短命的美国》一书中积极宣称，低劣的治理导致高昂的资本成本，并进一步限制公司的竞争力[19]。这种资本格局在哈佛商学院教授波特于 1992 年 6 月发布的“竞争力委员会”报告中体现得淋漓尽致[20]。基于对全球的分析，本节开始时提到的两项国际治理研究得到了类似的结论，这两项研究分别是牛津分析报告中的董事会和公司治理，以及太平洋学会的《矫枉过正的日本公司治

理》。牛津分析报告的详细内容在本书第五章展开。该分析发现，为了竞争资本，公司可能要被迫提高投资者在公司治理中的地位。戴姆勒—奔驰愿意进行公司治理改变，以便符合纽约股票交易所的要求；而澳大利亚传媒巨子默多克遭澳大利亚交易所的婉言拒绝，都是活生生的例子。

1992 年初，威杰尔(Wilshire)兄弟公司（ Associates ）的勒斯比特(Steve Nesbitt)分析了 CalPERS 采取股东行动的若干时期，得到的结论是，这种效应对公司治理制度是极其有价值的。该项目耗资 50 万美元，产生了 1.37 亿美元的超额回报(高于标准普尔 500 家公司的回报)。尤为重要的是，这种行动并非都得“成功”（得到大多数的支持）才能产生这样的回报[19]。此外，资本市场还出现了行动主义“回报”的其他例子。Roebuck 的西尔斯公司股票在公司管理层屈服于股东提出的坚持公司核心业务、剥离金融服务业务的压力的当天，就几乎上扬了 10 %。Honeywell 公司的股票则在股东反对两项由管理层主持的降低股东的问责（参见本书第二章）议案期间，上扬了 22 %。雅各布的第二本书出版于 1993 年，其宣称：股东，甚至个人股东，都可以“打破华尔街的规则”而胜过市场，胜过所有权而不是买卖行为[20]。在某种程度上，该书成了“常识性智慧”的一部分，即消息灵通而且有着积极介入公司的所有者的公司，市场价值高于没有上述这两种特征的公司。养老基金托管人承担着一种负担，他们毕竟是美国公司的多数所有者，需要开发像所有者一样行事的应有的能力。你如何做到这样的事情？消息灵通和股东有效参与，在当今的股票市场上，需要新的结构和流程。现在已经出现了一些，但许多方面还处于萌芽发展阶段。

这种治理形式与他们所面临的现实之间的差距并不是才有的。1960 年，哈佛法学教授查耶斯(Abram Chayes)写到：“分散所有权等于稀释了股票所有权。所有权不再和有效的控制公司业务相提并论。”他发现，根本就不存在“能够使许多分散的个人股东对事先拟订完好的问题集中投票，以保证得到可以表述他们意愿的重要结论成为可能”的“制度安排”[21]。

新模式和新范式

在缺乏有效传递股东权力的机制方面，个人股东和机构股东寻找到了一种坚持管理层问责的办法，这就是经常介入管理层的工作。

相关案例：从杜邦到关系投资

通用汽车的杜邦。在《哈佛商业评论》的一篇文章中，威廉·泰勒坚持认为皮埃尔·S·杜邦（著名产业王国的第一人）是麻烦不断的通用汽车公司（ GM ）一个大股东和董事长。杜邦既是杜邦公司的实际所有者，又是首席执行官，因而他实际上拥有通用汽车公司的实质性股票。作为所有者，很多时候站在 Brandeis 称之为 Boothbay 港“年轻的”父亲一边，杜邦有能力确保 GM 在世界汽车业半个多世纪中始终以强者形象出现所需的专注和精力。但是，杜邦充沛的精力却引发了问题。1957 年，在汽车业要求解散托拉斯的形势下，美国高等法院命令杜邦公司从 GM 的控股中剥离出来，理由是杜邦在 GM 中的关系违反了美国反对限制竞争的法律（参见第六章案例“通用汽车（ GM ）”）。

摩托罗拉公司的罗伯特·高尔文。杜邦在 GM 的介入堪与罗伯特·高尔文在摩托罗拉公司的当今

地位相匹敌。就结构而言，摩托罗拉公司是少数几个具有公司治理条例的公司，而设计公司治理条例的目的，就是为了促进摩托罗拉公司的说明责任。但摩托罗拉公司只要有高尔文在，可能就并不需要结构的说明责任。高尔文是一个非常了不起的对行业十分熟悉的人。他在董事会中任职，持有价值大约市值5亿美元的摩托罗拉公司股票，等于这家公司股票总数的2%。但这种治理模式有其自身的缺陷。当摩托罗拉公司杰出的CEO乔治·M·C·费歇尔在1993年后期离开公司入主柯达公司的时候，许多观察家的结论是，高尔文家族对摩托罗拉公司的介入限制了费歇尔的晋升前途，因为高尔文的儿子克里斯托夫似乎有可能成为董事长（后来果然如此）。

康柏公司的罗森(Rosen)。所有权类似杜邦的模式在风险投资业中也可以发现。风险资本家向新兴的具有高技术开发理念的企业家提供启动资金，因为这样的理念有可能几年都进入不了市场。

这样的公司包括苹果计算机公司和联邦运通公司，他们的成功都归功于风险资本。但风险资本家提供的不止是资金。他们是积极和消息灵通的投资者，密切监督公司，一般情况是在公司董事会中担任1～2个职位，提供技术支持，帮助吸引进一步的资本、董事、管理者和供应商。正如一位企业家所言，他和风险资本家的关系："对它的思念就像你要结婚一样。"

罗森管理公司的办法就是密切介入了康柏公司的运转过程中。的确，公司的共同创始人本杰明·罗森就担任康柏公司的非执行董事长。因此，康柏公司和20世纪20年代的GM一样，由一位在公司股权中占有重要份额的董事长领头。罗森在康柏公司的存在，证明对遭受几次困难时期的康柏公司具有极其重要的意义。这里沿引罗森的话说：

从康柏公司开始经营的1983年起，我们拥有连续8年销售、收入和股票价格增长的历史记录。我们从开始起步到达创记录的30亿美元销售额，3年后进入财富500强企业行列，一直都在创记录，一直都在上升。我们被认为是生产性能最好的个人计算机，而且价格最高。尽管如此，但市场显然愿意为最好的计算机付款。

到1991年的第二个季度都还是这样的情况，但在随后的光明大道上出现了一件有趣的事情。我们的销售变得平缓了，收入下降，股票价格直线下滑。到了第三季度，我们首次面临季度亏损。发生的事情是，竞争加剧，产品价格对消费者来说变得重要多了，但我们仍然被锁定在以高成本和高价格为特征的产品线上。

几个月的时间过去后，局势变得明朗化，管理层和董事会就我们面临的问题是否是短期波动（管理层的看法），还是长期结构性的公司产品线和产品市场之间的失调（董事会的看法），意见尖锐。经过广泛的研究和讨论后，董事会做出结论，只有管理层改变和公司战略扭转，才可能恢复公司的增长和盈利水平。

我们在1991年10月付诸变革。我们对公司配置了新的首席执行官和公司总裁，他们紧接着就重新制定公司产品战略、营销战略，尤其重要的是，集中于降低成本的战略。

这些变革的结果立竿见影。就在我们刚刚向股东报告的那天早上，（1993年）三季度的销售额和收入都比一年前翻了一番，单位增长增加了3倍。公司的市场份额急剧上升，公司的股价也从20美元上扬到了50美元。

1999年4月，罗森打算故伎重演，撤销首席执行官普瑞弗(Eckhard Preiffer)和财务总监马森(Earl Mason)。观察家此时对这个决策正确与否意见不一。"以前，我们重新搞活过这家公司，现在，我们大家团结一致，仍然会再次实现这一目标的。"罗森这样说道。

如果罗森没有价值4 000万美元的公司股票，他会这样如此迅速地推动那些变革吗？参见第三章对这一问题的进一步讨论。

瓦伦·巴菲特（Warren Buffett）。有人认为，理想所有者的一种现代版本就是瓦伦·巴菲特。他是惟一只通过投资手段而进入美国最富有群体《福布斯》名单的人。巴菲特是Berkshire Hathaway公司的投资总监和主要所有者（持股高达44%）。股东们欢迎巴菲特担任臭名昭著的投资公司——所罗门兄弟公司（现在是所罗门有限责任公司）首席执行官的决定。他无偿担任这个职务，显示出他的执着。他挑战自己的荣誉，体验这个词汇的真实含义。他想证明，身处公司高层的少许的直觉思维可以判断他最初投资所罗门兄弟公司的决策，即拥有30%的股权地位。巴菲特的介入向其他股东提供了一种“搭便车”或者起码是一种打折扣的便车。

但便车并不总是免费的，即使有了巴菲特。原本应该是这样的情况。在许多公司投资中，Berkshire Hathaway公司坚持购买特殊的可转换优先股票，这种股票保证比一般的普通股票有更好的回报。实际上，巴菲特一直在减少搭便车的问题，其方法是对他感知公司价值增加的能力付费，在所罗门公司的情况证明是这样。这可能是现代所有者的极端例子，大得足以进行区别，精灵得足以创造出一种宝贵的差别，以及宝贵得足以起码要为他所贡献的某些差别付费。

巴菲特是少有的一个股东，愿意而且有能力代表全体所有者介入公司，以获取某种他承认占有其他股东的价值的一个例子。巴菲特作为可转换优先股持有者的缩影，是理想的现代所有者的一种模式。1989年7月，巴菲特将吉利特公司从可斯顿(Coinston)伙伴公司的一次敌意收购中拯救出来。巴菲特为该公司优先股斥资6亿美元，支付占8.75%的所担保的股利。1991年，巴菲特对敌意收购潜在的候选人——美国航空公司和冠军国际公司采取了类似的拯救行动。另一方面，这种可转换优先股票投资可以看作是（或应用于）对现有公司管理层的机会主义蚕食，在80年代，这种方式被称为“白衣骑士”或“白衣随从”式的投资者。1999年和2000年，巴菲特的公司遇到了麻烦，绩效差不多降低了一半。他遇到麻烦的组合持股，包括可口可乐公司和迪斯尼公司。1999年，他入主可口可公司董事会，替任公司的CEO。

太阳射线公司(Sunbeam)。公司首席执行官顿拉普(Al Dunlap)是迄今以来最热情的倡导董事持股的宣传者。他是由两个大股东带进公司的。他确信，所有的股东都应该持有占重要比例的公司股票，但他自己却对此后院失火，惹火烧身。当他所领导的公司董事们受到股票利益的巨大驱动时，他们就迫使他发布更多的新消息，自然，这样的结果就是当他不能让这些董事们满意时，他的下场只好是“下课”。

关系投资。如在第五章中详细讨论的那样，在其他国家，“关系投资者”提供监督，许多观察家对此还歌功颂德，认为这种投资者对产业竞争力做出了重要贡献。德国的Haus银行，拥有为融资者提供所有融资方式的能力，它就在公司监事会中占据执行官的位置。这家银行受益于通过支付费用和其他方式的关系。日本的综合商社成员彼此之间是金融家、顾客、供应商和所有者。所有权利益是一种更加持久的商业关系的前提。监督与其说是一种行使所有权的职能，不如说是维系一种宝贵的商业关系。

这些所有者有什么样的利益冲突？在本节的例子中，杜邦、巴菲特以及德国和日本的大股东，所有者作为委托雇主的身份和作为某种投资组合“积极的所有者”身份，怎样会在理论上存在起码的利益冲突？为什么法院阻止杜邦介入通用汽车公司的事务？如果法院不这么做，通用汽车公司能阻止杜邦吗？对瓦伦·巴菲特的情况，他对Berkshire Hathaway公司自己的股东义务总是和他作为所罗门兄弟公司CEO的特权相一致吗？（一个明显的冲突是，哪个公司占据他主要的时间和精力）在德国和日本，银行的利益和他所投资的实体的利益，以及

它在其中有业务关系的实体的利益是一致的吗?

要使这种所有者的介入奏效，所有者在企业的地位必须把其利益和股东的利益保持一致，这种一致性胜过他在其他组织的利益引起的冲突。

如何才能构建关系以确保这样的情况？如果利益的协调不一致，股东（或管理者，或董事会）的备选方案有哪些？不可避免的冲突要好于设计关系所要解决的问题吗？

我们怎样才能鼓励更多的有行动主义倾向的所有者？我们如何才能确信他们的行动主义是适当和有效的？甚至传奇的巴菲特也是人，而且也不可能指望他一次就拯救 10 多家公司。我们在哪里寻找可以发挥这种作用的其他人呢？

有行动主义倾向的投资者角色不可能得到本章中所陈述的那些机构投资者的认可，因为他们总是面临着商业或者政治上的限制。金融机构最容易受到限制，受到拥有充分的某些特别的公司显著的股票比例的影响。因为商业银行的原因，有禁止 Glass — Stegall 法案(虽然 1999 年实际上已经废除了)；共同基金控股受到 1940 年投资公司法案的限制；保险公司服从各州的立法制度；ERISA 则要求私人养老金计划尽可能广泛地分散投资，ERISA 管辖的联邦系统限制以指数基金形式开展的股权投资。这些条例各自独立颁布实施，对阻止金融部门的高级管理人员操纵商业部门管理人员具有明显的累计效应，确保主街（ Main Street ）独立于华尔街。

和许多壁垒一样，主街与华尔街之间筑有猜疑和误解的高耸的围墙。这可能是由于哥伦比亚教授诺依(Mark Roe)形容的，深入人心的美国对集权式“资金托拉斯”力量的不信任缘故[18]，但这种态度可能更多是基于神话而不是现实。现实是，主街需要华尔街，而且不仅仅是后者的资金，还有比这多得多的东西。除非财务高级管理人员能够监督组合投资的公司，要建立一套具有重要意义的、基于机构投资者的说明责任制度几乎是不可能的。

那怎样实施呢？看看最大的机构投资者 CalPERS 的首席执行官的情况吧。在 CalPERS 内部或者公司管理层内部，甚至没有人提出建议，对 CalPERS 的 CEO 来说，在组合投资的公司担任某个像巴菲特在所罗门兄弟公司中的那种职务，会是有用的，或者甚至是合适的。问题不是专业能力，而是文化的缘故。对身兼公共计划的官员，人们只会这样问：可能创造出一种脱离于官僚的所有者吗？一家公共养老基金系统的雇员看起来是不应该有任何所有者的特征的。虽然现在已经出现了一些激励报酬，但养老基金系统的 CEO 并不承担任何亏损的风险，如果投资价值下滑的话，他自己的职业生涯实际上和特定公司的业绩没有任何关系。他不可能应邀担任某家组合投资公司的董事职务，即使他这样做了，而且他的托管人也同意他这么做，他还是可能发现限制内部人交易的某种现实障碍是难以超越的。

尽管存在这样的非所有者思维特征，公共计划官员，甚至那些主持指数基金的官员，还是可能成为某种投资行动主义值得信任的候选人。对一件事情而言，他们可以竭尽全力，尽职尽责，这是他们的信托责任。在什么样的程度上这种责任与监督公司绩效所需的注意力和专业知识相一致呢？正如我们考虑的各种股东介入模式一样，我们必须牢记各类投资者的优势和劣势。公共计划官员面临一整套的冲突，以及一整套的来自各种机构股东信息障碍的冲突。这种态势

在某种程度上就是他们最大的优势。他们内在的局限性可能正是需要确保一种基础性的监督层次才能抗议不正当的干预。行使托管人角色的公共官员，可以坚持一家组合投资公司绩效应当在其同行水平或者之上。他还可以坚持某种公司治理结构，以使公司董事会更加密切地行使超过股东监督能力的监督权利。这其实就是 CalPERS 和其他的公共养老基金在过去几年中所做的事情——修正的证券交易委员会股东通讯规则和日益增加的忽视薪酬与绩效的联系，为他们创造了获得的额外机会——以及人们希望他们在未来的任务。

但不从他们的立场看，或甚至不从其养老金计划参与者的立场看，而只从总的经济系统角度看，那样的状况就足够了吗？

注意这样一种事实非常有趣，虽然 CalPERS 在提出涉及美国运通公司的罗宾逊(James Robinson)的问题上显示出了先见之明，但他们却没有在解决这种问题上发挥同样重要的作用。迫使罗宾逊离开公司的机构投资者，不是公共养老基金计划，而是穿着白鞋的华尔街基金，如联盟资本和 J. P. 摩根公司。这是两家非常另类的股东，他们发挥了两种完全不同的作用，而且彼此之间却不能相互影响（参见第六章的案例）。

CalPERS 可能在识别问题上起到了一种公开的作用，但却不能运用某些特别、甚至激进的方式走下去，例如，坚持要公司的 CEO 下台。这是因为 CalPERS 的股权组合几乎完全是指数化的，甚至只能进行有限的尝试性袭击“关系性投资”。从根本上说，指数化基金是对市场的复制。他们的投资不是基于任何特色的单个公司的知识。假如他们选取了一个基于不良绩效的目标公司，那么他们就必须投入时间和资源，以便尝试了解目标公司及其相关的问题。当 CalPERS 的代表向那些 CEO 谈起他们所持有的公司的股份时（这种情况很少见，不超过 12 起，因为每年他们持有的公司证券多达 6 000 多家公司），他们承认还持有上述这些公司的竞争对手、供应商、公司客户、潜在的接管目标公司或者收购方的股票。假如这些分散的持股是固定的，那公共养老基金就不能充分得到因其持有股份而对战略问题指手画脚的信息（如果他们这么做了又没有违反内部交易规则，就引发“养老基金社会主义”这样的问题，或者超过法定股东议程的限制）。

由于这些原因，公共养老基金计划可以是有形的，但不可能是非常具体的，并因此关注流程问题——信任投票、年度董事选举、高管人员薪酬、董事在关键委员会中的独立性和其他类似的问题。

华尔街投资公司则处于这个光谱的另一端。他们是利益均沾者（stock-picker）。他们买入公司，是因为他们了解这家公司是什么，不是因为它恰好是指数公司。他们所以“投资”，在于认识这家公司已经是当前这种状态的原因在于沉没成本。这些机构投资者不愿意冒公开声明或提起股东议案的商业风险，但他们愿意而且有能力和美国运通公司的新任 CEO 碰面，坚持罗宾逊应该离开公司的看法。人们谣传他们和伯登(Borden)公司 CEO 的离职以及其他公司有种种说不清楚的关系，还说他们正在为 IBM 寻找新的 CEO。这样的情况将日益成为一种模式。不管怎么说，这些相同的公司现在非常习惯于对企业债券的公司治理核心问题讨价还价。随着公司治理转变为更加明白无误的价值，谈判也会成为股权一方的一项内容。

因此，在机构投资者光谱的两端都存在着潜在的，起码为了积极监督的某种形式的候选人。但日益增加的股东价值这根“萝卜”，在一个集体选择问题和政治以及经济报复表现为压倒性障碍的世界中，还没有大到让它出现就出现的程度。无论是公共养老基金，还是资金管理人员，都不愿意或者有能力那样迅速、那样公开，或者那样重要得有必要为优化监督而采取行动。如果所有权必须提供超过保证诚实的重要层次和最低能力，那么两者都还不得不走下去，而其他人也就不得不跟随。

“理想的所有者”

在寻找理想的所有者方面，哈佛商学院教授波特近期对美国局势的看法非常有用。

或许美国制度中最薄弱的基础就是短期所有权。在这种制度中，机构代理人获得当前的收入，不愿意投入精力去了解公司的基础前景，而且没有能力也不愿意和公司一道努力去建设长期的收入力量……许多管理人员的天然本能是寻找分散的所有权，以便保持他们在决策方面独立于所有者的力量……公司的长期利益可能会因具有少量长期或准所有者的服务而更好，自身目标和公司的目标结合得更好……在理想情况下，控制股票应当在相对少数的长期所有者手上……这些所有者将致力于维护一段发展时期的所有权，而且致力于完全了解公司。但是，长期所有权的投入回报肯定要碰到重建治理中的所有者角色问题。长期所有者势必处于内部人的地位，具有完全获得信息的路径，影响管理层，而且在董事会中任职……在这样的新结构中。公司管理层将依据其建设长期竞争地位和收入力量的能力，而不是根据股票的当期价格进行判断[9]。

哪里有“自身目标和公司的目标结合得更好的少量长期或准所有者”？定位理想的所有者（或者在我们的制度中和他最接近的所有者）不允许我们对所有权干预的限制熟视无睹。任何人都不会建议股东应当瞎指挥公司管理者对“普通业务”的决策。股东和他们所投资的公司之间的契约，本质上所提供的是在有限责任的交换中，股东将具有受限的职权范围的有限的议程。股东不是站在那儿指挥公司做这做那的人，他们应当出现在他们该出现的地方，他们正在开始出现在这样的地方，告诉公司，他们需要做一份更好的工作。

理想的所有者必须是某种具有信息、能力和将自身利益与公司其他要素的利益结合起来，提供最优监督水平的人。虽然如此，但牢记这样的事实是非常重要的，即优化的监督水平只是狭窄的适当评估股东介入的范围。

股东议程应该把注意力集中在确信董事和管理层的利益与股东的利益相一致上，而且当利益出现冲突时，董事应该做出决策。正如米尔斯顿(Ira Millstein)这位著名的公司治理权威和外部董事顾问所说：

> 当公司出问题时，制度可以要求安排和董事会的会面，提出问题，决定董事会是否商量这样的问题或者忽略这样的问题……在我们的制度中，如果股东自己对董事会的知识、勤奋、认识问题和试图解决这些问题感到满意，通常这样的情况应该是可以的了[10]。

为了促成这种状况的发生，股东必须要有能力在确保所有权本身公正以及价值的情况下，

发挥作用。任何理想的股东必须高度警惕，防止股票的投票权被（例如，分级的董事会或双层的公司市值）稀释，并且保留把股票以相互达成一致的价格向合意的买家转让的权利（这种情况可能因为采用毒丸战略而被废除）。

如果任何机构投资者都想成为理想的所有者，那托管人就必须行使他们为退休计划参与者（雇员）“排他性利益”所要求的“谨慎、能干、冷静、勤勉”这样的所有者权利，毕竟，这些人是真正的所有者。这就是ERISA信用受托（和普通法非常相似，法律条款也适用于其他信用受托）标准。这就意味着，“真正的所有者”具有自身监督的义务，他们不仅必须向选举的代表（董事和受托人）下放保护股票的责任，而且自身还必须成为这种责任的一部分。负责监督公司管理者问责的托管人，必须亲自担负起对其受益人的责任，无论他们是被选举的官员、文职人员，或者雇佣的基金管理人员。

对那些管理机构基金的人的问责制度是不完善的。经常会出现某种稀释说明责任的企图，例如采用经济性目标的投资。但是，一般来说，这种制度的效果良好。纽约州的审计员是该州基金的惟一受托人。他不仅要作为一个受托人而负责，而且还要通过选举流程负起责任。纽约州审计员是全州范围选举出来的4种官员之一。当他没有托管人时，他就是由受托人和其他代表组成的顾问委员会。CalPERS的首席执行官每个月要拿出一个星期的时间和他的托管人碰头（有些受托人是由受益人直接选举出来的，有些则是由州选举的官员任命的）。

前纽约州审计员爱德华·V·里根就对当前的状态不是很满意。“所以，这把我们放在了初始位置。经济损失刚刚一出现，股东、董事和公众就对公司与国家的损失迅速做出反应。它大概给我们留下了激进的养老基金系统没有站出来反对业绩恶化（和没有恶化）的形象，表示我们没有能力，没有迫使公司以公开的方式尝试解散某个有名的董事会的能力。”[18]

相关案例：A & P、派拉蒙公司和凯马特公司

A & P公司。审计员里根1993年2月宣布，他的基金选择了一家业绩不好的公司作为采取股东行动的目标。他说，他的基金将请求股东们抵制重新选举这家目标公司A & P董事会的投票。即或这个目标没有被单独的52%的股东控制，对但这家公司来说，要在法律上制止管理层操纵候选人的选举等于说是不可能的，除非有人反对他[19]。

假定里根作为一个民选的官员（以及当时在全州选举出的惟一的共和党人），说这种举措事实上是装装样子，这公平吗？

派拉蒙公司。类似的，威斯康辛投资委员会宣布，它将敦促派拉蒙公司其他股东加入它的行列，制止对董事候选人的投票。华尔街杂志写到：“一家拥有派拉蒙公司10万股股票，价值1.18亿美元的养老基金的行动企图，主要是想向电影和出版公司的管理层传递一个信息：它不满意派拉蒙公司的股票业绩，而不是解除4个股东，因为没有任何可以替代董事会的人，基金本身也不愿意在董事会中插足。”[20]2000年，纽约市养老基金对大湖化学公司（Great Lake Chemical）采取了相似的行动，创记录的以30%的弃权比例抵制了投票。

传递的是哪一种信息？这种办法怎样才能有效？

凯马特公司。1994年，威斯康辛州养老基金成功地冻结了凯马特公司的一项重组拟议，方法是组织了一次活动，请求使用代理投票来抵制管理层的动议。

你赞同股东应该对公司主要的战略决策行使话语权吗？

纽约和威斯康辛基金能够做的是对董事会的透明度施加压力。董事会可能反应良好（像IBM、GM、西屋公司以及美国运通公司那样的做法）。正如里根先生所说："关键是提醒董事会成员，大量的股东并不相信他们正在做自己的工作。"或许股东运动的最重要贡献是为这个世界创造了一个令业绩欠佳的公司董事会董事坐立不安的地方。

养老基金作为"理想的所有者"

《经济学人》在激进制度中看到了从养老基金到中介公司理想所有者的范围分布：

> 所以，现在一切都取决于甚至连改革董事会的压力都越来越大的金融制度更能像监工那样行事，不要像傀儡的首席官那种集合……金融制度必须争取恢复他们作为股东去游说取消州接管限制的权利，州接管限制对工人没有提供任何保障，只对管理层有好处。制度还应该要求遵循实施股东民主……但是还有更多的事情要做。在计算机的时代，获取股东名单应该是非常廉价和简单的，不必担心老板的嫉妒，这将使得寻求得到其他股东的支持变得更容易了。因此，制度将有能力利用他们对大公司的敲打，来选举将尽职地代表他们作为所有者维护其集体利益的董事们。首席执行官将仍然经营他们的公司，但和其他公司雇员一样的是，他们还有一个老板。所以，当他们完不成工作时，他们就只有走人的选择了[10]。

公共和私人养老基金有许多属性，那是发挥这种作用所必须的东西。他们的所有权，好处是他们的规模和时间范围尽可能固化。而且，由于这种准固化的缘故，它们的利益长远得足以包容公司和（那些利益的核心要素）员工、顾客、供应商和社区的长期利益。

领导方式不能只来自公共计划，还必须来自私人（ERISA）计划。除了他们分享公共养老基金计划的规模和时间范围的利益，私人计划还有额外的更加熟悉商业需要和专业人员金融知识的优势，这些专业人员的资信使他们在公共计划市场身价百倍。对他们来说，为了发挥这种作用，管理养老基金的"非中立受托人"必须承认，所有权介入是健全资本主义制度的关键，而且承认这种所有权将为他们带来财富。所以，他们必须是愿意创建和支持一种具有资源与抵御报复的制度，只有这样，才能开展工作。

在有限议程方面行使所有者权益，并满足严格的受托标准要求的条件，意味着一种信用受托投票代理制度不必非要知道如何制造小玩意，或者非要知道如何改进业绩不好的公司的生产过程或营销战略。托管人必须不仅能够识别业绩欠佳的公司，而且要在股东知晓的有限选择权范围内，决定哪一种是合适的。和管理层碰头？无商量余地的股东议案？反对没有提供合理激励的薪酬投票？对没有尽职的董事会投"弃权"票？把股东限制在一个狭窄的重要问题范围和一个狭窄的程序选择范围，都是防止权力滥用的重要保护措施。

还有另外重要的保护措施，限制来自托管人的任何可能的危害。这样的托管人（是否通过不准确性或政治动机）特指在识别低业绩公司或选择某种特别的市场变化机制上出错。除非托管人有能力劝说其他股东支持行动，否则将一事无成，而且管理层将继续在得到大多数股东支持的情况下，沿着相同的方向走下去。

“理想的所有者”足够了吗?

如果我们认为还需要更多的东西才可以调动某种实体，那就不止是形式上的介入了。什么样的模式适合呢?

各方代表在进行沟通的过程中发现了一个结论。90年代初期的工作包括“根基集团”，这是一群养老基金和公司律师人员，他们设计了“所有者和董事的契约”或“新基金”。新基金是一群最有思想的学者、机构投资者和在该领域任职的公司高管人员，1993年由哈佛法学院召集组成。如《纽约时代》杂志社描述的那样：“在试图缓和经常性的公司和股东之间的关系过程中，以哈佛大学为基础组建了一个群体，目的是要创造一幅没有对抗的沟通地图。”[16]这反映了召集人——哈佛大学肯尼迪学院约翰·庞德的看法。

和设置目的旨在实现口径一致的声明的“根基集团”不同，新基金分享理念，却无意要去统一思想。这和庞德未来的CEO的形象是一致的。他眼中的CEO更像是一位政客而不是出家的僧侣，把公司各个构成要素统一为整体。在“公司治理和公司控制政治模式的崛起”中，庞德建议，对公司治理问题的考虑应该从法律和经济学的静态放逐中释放出来，深入、切实地分析政治过程动态方面过去的发展和未来的前景[17]。虽然这两个群体的前途从来都没有明朗过，像这样的群体还是可以改善沟通，甚至提出新的标准。展示这之中前景的一个方面是国际公司治理网络（http://www.icgn.org）。假设对甚至最有可能积极监督的候选人进行限制，就有必要增加额外的监督结构。例如，新式特别目的证券可以鼓励养老基金更有效地参与和介入公司治理问题。巴菲特投资的许多公司对他发行优先股，也可以给予机构股东必要的降低搭便车问题和使积极的监督值得去做的激励（和薪酬）。养老基金可以利用其规模和有限的义务需求，坚持市场给予他们满足其情况的专业化工具。

另外一种可能性是向价值递增的“萝卜”添加执行的“粘性”。劳工部可以发布新的规定，要求ERISA的托管人证明，他们在投票制度和治理行动方面代表了“计划参与者排他性的权利”，包括考虑（和参与）更加积极的公司治理事务。这将减少集体选择问题，因为许多大公司的最大股东被认为要考虑把股东行动作为抛售的替代物。此外，这种倾向还将向其他机构投资者蔓延。一旦受托标准得以建立，并且严格执行ERISA受托，其他机构投资者就倾向于跟随[18]。除了来自像新基金这样的组织采取自发行动以及管制动因采取的强制性行动，对想加强其应对业绩不好的公司管理层和董事会能力的股东们来说，还有其他的选择权。本书的作者提出了两类选择权，目的在于填补集体选择和搭便车出现的鸿沟，即优化个人股东（甚至大股东）的行动主义程度和优化公司绩效最大化之间的鸿沟。

第一种选择权包含修改公司规章制度，以使长期股东监督企业的总体方向。要么要求董事会，要么要求（在有的州）股东执行这样的修正。规章制度旨在允许“合理介入”而不是“合理疏忽”。修改规章制度要创建一个股东委员会，由“长期股东”一级的人组成（根据股票所有权的时间长短和多少加以界定，或许，市值500万美元的公司普通股持有期限在3年以上允许结成团体，以便满足最低要求）。这些长期股东将可以提名某个特别委员会的候选人。那些候选人要提交股东投票表决，同样的代理投票制度也适合董事会。

股东委员会的主要任务是行使对董事会特权和董事会构成的控制权。这将确保董事会成员把时间花在适合他们能力、资源和利益的问题上[18]。

> 合理的冷漠是典型的股东对待公司治理的态度，不会动摇股东委员会。首先，这类委员会不需要参与指挥公司，他们只要提名公司董事尽职就行了。只是董事们知道他们被投资者选择的事实，应该使他们更加关心股东问题。其次，委员会应该有进入公司资源的渠道，以便得到他所需要的信息。个人成员不需要花太多自己的钱。再次，在出现个人费用的情况下，将由公司投资者的多数持股方和费用的效用在发挥一般组合管理的功能来判断。已经出现了这些机构愿意执行这些任务的迹象[19]。

委员会成员有所补偿，要有预算，使他们在监督董事会过程中保持一个律师、薪酬咨询师、会计师或银行家的支持作用。最重要的是，委员会将就其讨论结果和推荐的建议具有在公司代理委托书上发布的路径，不在年度报告上，而是尽可能每3年有这样一次的发布。这样做的目的是要发现在有必要行使有效的所有权和让所有权干预“普通业务”之间的平衡。这并不意味着股东要开始担任另外的董事会成员或官员。创造另外一个自我永存的机构将是一个错误：用一个新官僚监督一个老官僚。

第二个选择权是新型机构投资者，将其设计成和现有机构成伙伴关系的“理想的所有者”。这种办法将是一种鉴于和治理相关的市场的无效性、为获取所有的利润而组织的伙伴关系，受益于那些改革的价值。这也是迈克·波特描述的办法，当时他推荐机构投资者增加他们的持股规模，建立一种特别的检验这些新的（以公司治理为基础）投资的模式。本书作者就具有这样一种伙伴关系结构，名字叫“透镜”（Lens）。我们的第一步工作，体现在第六章叙述的西尔斯公司和柯达公司。

> 有的公司不仅经营状况差，而且治理状况更差。透镜“聚焦”于这些公司，投资、谈判，影响他们的变革。在后接管时期，那是迂回代理人。在公司濒于崩溃的边缘之前，可以采取这样的行动。指数化或持股广泛分散的机构投资者提供伙伴关系；其一般的伙伴获得的补偿仅仅是在他们“绕开”集中足以超过市场指数的公司。透镜本身的设计是想为自己的投资者最小化代理成本。透镜的通用伙伴只在价值增加到了组合的公司程度上，才收取费用。这种激励费用安排对托管者本人并不是合法的，而且透镜委托人和其他商业企业没有任何瓜葛（因此，消除了利益冲突）[20]。

其他投资公司也集中于回避业绩不好的公司，尽管他们的战略和透镜的战略有那么一点区别。他们选择的是中等规模的小企业，这样的企业需要1 000万美元或者之上的投资购买大量的股票。一般来说，他们的行为与其说是股东所为，不如说是风险资本家的动作，在董事会中得到席位，并介入公司的运作，很少或者几乎不公开，而不是采取公司治理行动，并且和机构股东公开合作。本章第二章联合金融公司的例子为有效的股东监督提供了最有前景的机会。互联网使得股东们彼此知晓和沟通，而成本却几乎为零。

本章较多的关注了股东在履行他们“神圣的监督职责”上碰到的动力、挫折和阻碍。不

过，为了更全面地了解这个问题，我们需要从另外的角度考察，即从股东“选举出来”的那些人的角度，他们具有谨慎而且忠诚于股东的义务。所以，我们转入第三章有关董事会的讨论。

注 释

① 引自 Milton Friedman：《资本主义和自由》，62页，（芝加哥大学出版社，1962。

② “股票的持有者不拥有公司任何财产……可是，他在公司财产具有一份股份利益，股票持有的数量决定股票利益的程度。”Arthue L. Helliwell：《股票和股东》，3页，Keefe - Davidson, St Paul, MN, 1903。“财产是非物质性和无形的。因此，利益是抽象的，在公司生存期间，不能还原为占有。”（6～7页。）

③ 亚当·斯密：《国富论》，709页，Campbell and Skinner，1976。

④ 马克 10：24。

⑤ 亚当·斯密：《国富论》，423页，现代图书馆，纽约，1937。

⑥ 关于智利私有化政策的讨论，参见 Rita Koselka：《A better way to do it》，载《福布斯》，1991年10月28日。

⑦ John J. Clancy：《无形的力量：商业语言》，10页，Lexington Books, Lexington MA，1989。

⑧ John P. Davis：《公司：大型联合企业的起源及其与国家权力的关系研究》，266页，Capricorn 主编，纽约，1961。

⑨ Alfred F. Conard：《公司展望》，7页，基金出版社，纽约，1976。

⑩ 17 US 316。

⑪ Arthur M. Schlesinger, Jr.：《杰克逊时代》，75页，Little, Brown, 波士顿，1945。

⑫ Harvey H. Segal：《公司并购：美国经济的重组》，5～6页，Viking, 纽约，1989。

⑬ 同⑫，6页。

⑭ 同⑫，7页。

⑮ 该案例所有资料取自 Alfrend D. Chandler：《无形的手：美国企业的管理革命》，哈佛大学出版社，剑桥 MA，1977。

⑯ David Hallberstam：《猜想》，227～228页，William Morrow，纽约，1986。

⑰ 同⑯，232页。

⑱ 同⑯，232～233页。

⑲ 同⑯，234页。

⑳ Frank H. Easterbrok & Daniel R. Fischel：《公司契约》，载《哥伦比亚法学评论》，1989年11月，第89卷，第7期，1418页。

㉑ 同⑳，1419页。

㉒ Stephen Taub：《汽车大战》，载《金融世界》，1985年10月1日，12页。

㉓ Jerry Flint：《最好的汽车获胜》，载《财富》，1990年1月27日，75页。

㉔ 参见《价值线》上的相关信息

㉕ 里根总统：《限制日本汽车进口》，底特律，1980年，David Jernigan, 45页，肯尼迪政府学院，波士顿，1983。

㉖ 该部分信息在通用、福特和克莱斯勒汽车公司的年报中均可以获得。

㉗ Paul H. Weaver, The Suicidal Corporation, 88～89页，(Simeon & Schuster, New York, 1998).

㉘ 参见：Robert W.Crandall：“美国贸易保护对汽车和钢铁的影响”，271 ~ 288 页，Brookings Papers on Economic Activity, Washington, DC, 1987.

㉙ Rachel Dardis and Jia Yeoung Lin，“汽车限额的反思：继续保护的成本”，290 页，Journal of Consumer Affairs, 19, 2, Winter 1985.

㉚ 同㉙。

㉛ Davis，同⑧，273 页。

㉜ A.J.Chayes, Davis，同⑧，xviii 页 .

㉝ 参见 Edward J.Epstein：“谁拥有公司？”20 世纪基金论文，Priority Press Publications, New York, 1986.

㉞ Adolf A.Berle and Gradiner C.Means，《现代公司与私有产权》，338 页，Legal Classics Library Edition, 1993.

㉟ Adolf A. Berle and Gradiner C.Means，《现代公司与私有产权》，8 页，Transaction Publishers, 1991.

㊱ 增加股票和股东数量的作用就日益因为机构投资者的出现而受到限制。

㊲ 消除可转移性不是沃伦·巴菲特（Warren Buffet）的一种特权，他的 Berkshire Hathaway 公司以每股 4 位数的股价进行交易，但他绝对是一个例外——绝大多数公司的股票都在达到每股 100 元之前就出手了。

㊳ Melvin Aron Eisenberg：“ The Structure of Corporation Law ”，1461 页，Columbia Law Review, 89, 7, 1989.

㊴ 同㊳，1474 页。

㊵ Melvin Aron Eisenberg：“ Paying for Approved ”，1 页，《养老金与投资的时代》，July 24, 1989.

㊶ Eisenberg，同㊳，64 页。

㊷ Berle and Means，同㉞，64 页。

㊸ 同㊷。

㊹ 同㊷。

㊺ William Z.Ripley: Main Street and Wall Street, 78 ~ 79 页，Scholars Book Company, Kansas, 1972（1926 年版本的再版）。对 Brandeis 的引文并非来自他对最高法院的看法，但确实来自与他对产业关系委员会所做的证词。

㊻ 参见相关案例中的 R.P.Scherer, 111 页。

㊼ 劳工部 1985 年对几个案例下达了同意激励报酬的批文。

㊽ Daniel Fischel and John H.Langbein：“ ERISA 的根本矛盾：排他性利益原则”，1105 ~ 1160 页，芝加哥大学法律评论，1988 年 9 月（55 卷第 4 期）。

㊾ 参见：Lilli A.Gordon and John Pound：“治理至关重要：公司治理和公司业绩关系的实证研究”，The 公司投票研究项目，肯尼迪政府学院，哈佛大学 1991 年 6 月；Stephen L.Nesbitt：“ Study Links Shareholder Proposals and Improved Stock Performance ”，Wilshire Associates, 1992 年 2 月 13 日；Stephen L.Nesbitt：“来自公司治理的长期报酬”，Wilshire Associates, 1994 年 1 月 5 日。

㊿ Mayless Manne: Yale Law Review, 1958 年 67 卷，第 1477 页上 J.A.Livingston 对“ The American Stockholder ”的评论。

(51) 参见：Henry G.Manne：“股东投票的若干理论分析”，Columbia Law Review, 64, 8, 1964, 1430 ~ 1435 页。也可参见：Andrei Shleifer, Robert W.Vishny：“大股东和公司股制权”，Journal of Political Economy, 1986, 94, 31, 461 ~ 499 页。

(52) Epstein，同㉝，24 ~ 25 页。

(53) Albert O.Hirschman 认为，一种机构的绩效的恶化对其成员和消费者产生了两种选择：一是退出，“有的消费者终止购买这家企业的产品或者有的成员离开这个组织”，二是发话，“企业的顾客或者组织成员向管理层或管理层服从领导的其他职权表明他们的不满，或者通过总罢工，告诉那些听他们说话

的人们”。参见：Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States, 4页， Harvard Unviersity Press, Cambridge MA, 1970。

㊾ Rathan Rosenberg and L.E.Birdsall, Jr., How the West Grew Rich: The Economic Transformation of the Industrial World(Basic Books, New York, 1986), 229页，着重号是作者所加。

㊿ Charles D.Ellis, Investment Policy, 5页， Dow Jones-Irvin, Homewood IL, 1989.

(56) Dyan Machan:“ Monkey Business ”, Forbes, 1993年10月25日， 184页 .

(57) Jonathon Clemets:“ Don't Just Do Something, Sit There ”, Forbes, 1988年12月26日， 142页 .

(58) Machan, 同(56)， 190页。

(59) 同(56)， 188页。

(60) 同(56)， 190页。

(61) 纽约证券交易所的一股一票的规则直到1940年才推出，违背这个规则的惩罚就是从交易所摘牌，直到1957年才增加。实际的情况是，传统的要求并没有正确规定一股一票，就像对证券持有者中不会因为持有比例不同的证券而受到惩罚一样。这个规则的意义在于限制投票权——那些可以随意附加任何股票种类的投票权。普通股票的非投票股上市并没有做强行要求，只是制止任何非普通证券种类的持有量不得超过所有现有投票权股票数量的18.5%。

(62) 交易法案第3条(a)(26)。

(63) John J.Phelan, Jr. 在1987年7月29日第100次国会会议第一次委员会上众议院能源与商务委员会电信与金融分会举行的就H.R.2172(序列号是 100 - 65)听证会上所做的证词，538、543、544页。

(64) 美国股票交易所后来提交了一份提案，允许交易开盘普通股票2/3的投票权或者绝大多数不附属于管理层或控股集团的投票权。发行多种股票类型的公司将必须拥有至少占1/3的独立董事，或者提供这样的格局，投票权偏低的股票持有者要委托选举至少25%的董事。纽约证券交易所随后推出了第二个提案，允许公司发行投票权不等的股票，或者变更相对的投票权利，只有：(1)决策得到独立董事委员会的多数和大多数董事会成员的同意；(2)在那些实施决策的案例中，管理层或控股集团将拥有大多数的投票权，董事会的多数由独立董事组成；(3)交易得到大多数现有股票和大多数与之相关的各种类别的股东的同意，但不包括任何“利益股东”的投票。美国证券交易所将独立董事界定为过去和现在都不是公司员工的董事。

(65) Frank H.Easterbrook and Daniel R.Fischel, Voting in Corporate Law, XXVI Journal of Law and Economics, 395, 410 — 411.

(66) 美国证券交易所主席 Arthur Levitt 认为：“纽约证券交易所限制非投票权的历史渊源之一，体现在这种股票在20世纪20年代公众事业行业的作用里：非投票权的股票是一种关键装置，它支撑起在那种行业中人员控制权的金字塔结构，并最终导致这种结构倒塌，导致对这个资本市场上的公众信心的悲剧性丧失，导致联邦政府以公共事业控股公司法案的形式对这种行为直接进行管制。”美国第99次国会会议第1次大会参议院银行、住房和城市问题委员会证券分会上的听证。

(67) 1935年第70次国会会议第1次大会，9月和10月，第92号。

(68) 证券分会听证，同(67)， 1171页。

(69) Guide to a microfilm Edition of the Public Papers of Justice Louis Dembitz Brandeis. Brandeis 大学 Jocob and Bertha Goldfarb 图书馆。128号文件，在参议院洲际商务委员会上的证词，第62次会议，第2次大会。对公司控制权、人员和从事州际商务活动的企业的听证会， 1(Pt.XVI), 1146 ~ 1191页， 1191年12月14 - 16。

(70) 参见：Stephen L.Nesbitt:“ Study links shareholder proposals and improved stock performance ”, Wilshire Associates, 1992年2月13日；Stephen L.Nesbitt:“ Long term rewards from corporate governance ”, Wilshire Associ-

ates, 1994 年 1 月 5 日； Lilli A. Gordon, John Pound: " Active investing in the US equity market: Post performance and future Prospects ", Gordon 集团公司， 1992 年 12 月 2 日； Michael T. Jacobs, Break The Wall Street rule, Addison-Wesley, Reading MA, 1993 。

⑦① Joseph Schumpeter, Capitalism, Socialism and Democracy 142 页， Harper & Row, New York, 1942.

⑦② Adolph A. Berle and Gardiner C. Means, The Modern Corporationi and Privatte Property, 249 、 250 页， Transaction Publishers, 1991.

⑦③ 图形来自 " The Brabcato report on institutional investment ", 1, 1, 1993 年 12 月。

⑦④ 既包括私人信托基金，也包括私人保险基金。

⑦⑤ 机构投资报告： " Financial Assets and Equity Holdings ", The Conference Board, 3, 1, 2000 年 1 月。

⑦⑥ 1993 年 12 月第 1 期的 " The Brabcato report on institutional investment "，以及机构投资报告： " Turnover Investment Strategies, and Ownership Patterns ", The Conference Board, 3, 2, 2000 年 1 月。

⑦⑦ 同⑦⑥。

⑦⑧ 同⑦⑥。

⑦⑨ Carolyn Kay Brancato， " Breakdown of total assets by type of institutional investor, 1989, " Riverside Economic Research, 1991 年 2 月 21.

⑧⓪ Mark J. Roe: " Legal restraints on ownership and control of public companies ", 8 页，企业结构和企业治理会议宣读论文， Harvard Business School, 3 月 29 - 31 日。

⑧① James E. Heard and Howard D. Sherman: " Conflicts of interest in the proxy voting system ", 22 页，投资者责任研究中心， 1987 。

⑧② Larry Rohter: " Corporationis pass alumni in donations to colleges ",载《纽约时报》， 1986 年 4 月 29 日， A 版 16 页。

⑧③ Thomas A. Stewart: " The King is dead "载《财富》， 1993 年 1 月 14 日， 35 页。

⑧④ David Ball 在金融主管学会的演讲， 1990 年 1 月 23 日。

⑧⑤ 同⑧④， 36 页。

⑧⑥ 因为 Thomas Gresham 爵士而闻名， Gresham 法认为，劣币总是驱逐良币。

⑧⑦ 彼德·德鲁克，《无形的革命：养老基金社会主义如何降临美国》, 1 页， Harper & Row, New York, 1976.

⑧⑧ Joseph Raphael Blasi and Douglas Lynn Kruse, The new owner: The mass emergence of employee ownership in public companies and what it means to American business, 3 页， HarperBusiness, New York, 1991, 着重号是作者所加。

⑧⑨ 关于指数战略的讨论，参见注释⑤⑦。

⑨⓪ 感谢 David Wakelin 帮助我们将讨论的内容统在一起。

⑨① NAPPA 报告， 7 ， 4 ， 1993 年 11 月， 3 页。

⑨② William M. O' Barr and John M. Conley,《财富和荒唐：机构投资的财富和权力》, 其中 Carolyn Kay Brancato 进行的经济学分析， Business One Irvin, Homewood, 1992 。

⑨③ 同⑨②， 6 页。

⑨④ 同⑨②， 140 页。

⑨⑤ 同⑨②， 78 页。

⑨⑥ 同⑨②， 80 页。

⑨⑦ 同⑨②， 82 页。其中一个接受本书采访的公共基金管理人员描述了用法律建立当前这种制度的理由： " 根本不存在任何正式的问责机制（在这些法律颁布之前）。那时，有 10 多支基金，资金总量达到了好几亿美元，特别是其中有支基金的出纳和一个具体的经纪人之间有很多生意往来。这么做是一件非常

容易的事情。我不是说这是一种贪污丑闻，它简直就是一种正常的政治交易的活动。”（同前，83页）

㊽ 同㊷，85页（着重号系作者所加），也可参见Pound对治理制衡的评论。

㊾ Thomas A. Stewart：“The King is Dead”，36页，Forutne，1993年1月。

㊿ Robert Reich：“Of Butchers and Bakers”，在机构投资者理事会上的演讲，1993年10月8日。

(101) Mark J. Roe：“The Modern Corporation and Private Pensions”，洛杉矶加利福尼亚大学（UCLA），Law Review，41，1，1993，96页。

(102) Regan，同㉕，2、3页。

(103) Dale Hanson在哈佛商学院的演讲，1992年12月3日。

(104) Paul Sweeney：“How CalPERS can ruin a CEO's day”，Global Finance，1993年2月。

(105) E. S. Browning：“Alabama Pension Chief Achieves a Rare Feat：He Stirs Controversy”，1页，Wall Street Journal，1994年2月4日。

(106) James A. White：“Divestment proves costly and hard”，C1页，Wall Street Journal，1989年2月22日。

(107) 这方面的例子有：David Vise：“Va. Pension fund hires too many advisers，report says”，D1页，Washington Post，1993年12月14日；也可参见David Vise：“DC Pension plan mishandled”，D1页，Washington Post，1993年8月17日；David Vise：“City office probes pensions trustee”，A1页，Washington Post，1993年8月16日。

(108) D. Jeanne Patterson博士：The Use of Public Employee Retirement System Resources for Economic Development in the Great lakes States，144页，发展战略研究所，印地安纳大学，1992。

(109) 同(108)，118页，着重号系作者所加。

(110) 1986年联邦雇员退休系统法案，第8438条。

(111) 编者按：“The biggest pension scofflaw? Uncle Sam”，186页，载《商业周刊》，1993年12月6日。

(112) TIAA-CREF公司治理政策声明，1993年9月17日。

(113) Leslie Scism：“Teacher's pension plan to give firms though exams”，C1页，Wall Street Journal，1993年10月6日。

(114) TIAA-CREF公司治理政策声明，1993年9月17日。

(115) Scism，同(113)，C1页。

(116) Roe，同(101)，83页。

(117) 同(101)，77页。

(118) 参见Danel Fischel and John H. Langbein：“ERISA's fundamental contradiction：The exclusive benefit rule”，1105～1160页，University of Chicago Law Review，55(4)，1998年9月。

(119) 雇员退休收入安全法案（ERISA），1974年，第402条(a)(2)。

(120) ERISA，第3条(16)(B)。

(121) 资金管理人员具有交易股票的积极性，因为“软钱”业的缘故。软钱或者软佣金是指那些一个基金管理人员得以达成协议的关系，无论是正式还是非正式的，都是为了向经纪人每年提供一定的佣金流，以换取各式各样的金融服务，例如分析师的研究、组合估价或信息系统。有人声称，软钱关系鼓励资金管理人员不顾最终受益人的价值而交易股票。

(122) 政府似乎同意——把ERISA的管理权给予劳工部，而不是给予财政部。

(123) CIEBA主席J. Grills给证券交易委员会公司财务部部长Linda Cane的信，1991年2月25日。CIEBA是金融主管学会的一个委员会，该学会是一个拥有13 500名高级金融主管的专业学会。

(124) Leslie Scism and Albert R. Karr：“Retirees share in company fortunes as corporations put stock in pensions”，C1页，Wall Street Journal，1993年11月。

㉕ 同㉔，C22 页。

㉖ 同㉔。

㉗ 劳工部养老金和社会福利局局长助理 Olena Berg 在 AFL-CIO 资产管理人员大会上的发言，C1 页，1993 年 11 月 17 日。

㉘ 参见 Judge Kimba Wood's ruling in Amalgamated clothing and textile workers union V. Wal-Mart Stores, Inc.

㉙ Marlene Givant Star: " SEC sued in proxy dispute "，2 页，Pensions and Investments, 1993 年 3 月 8 日。1993 年秋天，美国纽约南区地方法院法官 Kimba Wood 宣布证券交易委员会的决定是不合适的。当这种呼声日益加剧的时候，证券交易委员会必须不再限制发布代理规则下的行动计划书(14a-8(c)7)。

㉚ 作者在当时是机构股东服务公司的总裁和总经理。

㉛ 1993 年，加利福尼亚公共雇员退休基金在 Pennzoil 公司主持了一个类似股东顾问委员会解决方案。但是，证券交易委员会规定，该公司可以排除来自其代理股东的议案，因为有一项条款说要求补偿这个委员会成员违反了 Pennzoil 注册所在州的 Delaware 法。CalPERS 提供了修正的解决方案，但证券交易委员会依然拒绝要求 Pennzoil 公司在股东代理委托书中包含这个解决方案。

㉜ Benjiamin Graham and David L. Dodd, Secutities Analysis, 第 1 版，51 ~ 511 页，MacGraw-Hill, New York, 1934.

㉝ Joseph A. Grundfest and Michael A. Perino, Securities Litigation Reform: The First Year' s Experience, Relaease 97.1, A statistical and legal analysis of class action securities fraud ligitation under the private securities litigation reform Act of 1995, Stanford Law School, 1997 年 2 月 27 日。Greg May, Reality Check: A Report Card on the Private Securities Litigation Reform Act of 1995 after Twenty-Two Months of Practice, Munsch Hardt Kopf & Harr, P.C..

㉞ NACD1992 年公司治理调查，i 页，全国公司协会，华盛顿，1992。

㉟ 多谢 Aaron Brown 为我们提供了在此应用的案例研究。

㊱ Bernard S. Black: " Institutional investors and corporate governance: the case for instiutional voice ", Journal of Applied Corporate Finance, 1992 年秋季。

㊲ Michael T. Jacobs, Short-term America: The Causes and Cures of Our Business Myopia, Harvard Business School Press, Cambridge MA, 1991.

㊳ 麦克 E · 波特，《资本选择：改革美国投资产业的方式》，竞争力委员会的研究报告，哈佛商学院协办，1992 年 6 月。

㊴ 1994 年 1 月，Nesbitt 完成了第二项关于 CalPERS 股东行动主义的研究，发现 CalPERS 选定的 24 家目标公司，每一家在过去的 5 年中都平均落后标准普尔 500 指数 86 个百分点。参见 Stephen L. Nesbitt: " Long term rewards from corporate governance ", Wilshire Associates, 1994 年 1 月 5 日。

㊵ Michael T. Jacobs, Break the Wall Street Rule: Outperform the Stock market by Investing as an Owner , Addusib-Wesley, Reading MA, 1993.

㊶ Abram Chaes 1960 年在 John P. Davis 的 Corporation(首次出版于 1897 年，1961 年纽约的 Capricorn 出版社再版)一书中的序言，第 xvii-xviii 页。

㊷ Roe, 同⑩，77 页。

㊸ Porter, 同㊳，91 页(着重号系作者所加)。

㊹ Ira Millstein: " The evolving role of institutional investors in corporate governance ", 美国条形码协会专门小组发言，Institutional Investors: Monolithic or Diverse? 1992 年 8 月 10 日，42 ~ 43 页。

㊺ Edward Regan: " 美国的竞争力：金融市场和公司治理 "，在绩效评估的全球观会议上散发的讲稿，金融

主管研究基金， Dallas，1992年12月16日， 4 ~ 5页。

⑭⑥ Susan Pulliam：“ New York's Pension Fund Targets A & P ”，Wall Street Journal，1993年2月9日。

⑭⑦ Susan Pulliam： “ Paramount is targeted by pension fund due to weak stock pricer， executive pay ”， Wall Street Journal，1993年3月4日。

⑭⑧ “ 开除老板 ”，The Economist，1993年2月6日。

⑭⑨ Leslie Wayne：“ Assuaging Investor Discontent， ” New York Times，1993年2月3日。

⑮⓪ John Pound：“ The rise of the political model of corporate governance and corporate control ”，竞争力政策委员会公司治理和金融市场分委员会工作论文， 1992年9月， 19页。

⑮① 1993年下半年，最高法院做出判决，保险公司持有的群体年金受制于ERISA。先前，只有州的管制应用于这种投资。John Hancock Mutual Life Insurance Co.v.harris Trust & Savings Bank， as trustee of the Sperry master Retirement Trust No.2，美国最高法院， 1993年12月13日。也可参见 Albert B.Crenshaw： “ Court backs curbs on pension risks ”， 载《华盛顿邮报》， 1993年12月14日， D1页。

⑮② George W.Dent，Jr.：“ Toward unifying ownership and control in the public corporation ”，Wisconsin Law Review，1989，No.5，881页。

⑮③ 同⑮②， 908页，着重号系作者所加。

⑮④ 透镜销售材料， 1993。

第 3 章

董事：监督

董事会在公司所有者与公司控制者之间充当着杠杆的支点。董事们大多是男性经纪人，少数是女性经纪人。他们在少数的高层管理者和为数众多的股东之间维护平衡，经理人集中在公司法人总部，而股东分散在世界各地。从理论上讲，法律至少规定董事会要有严格的、完全的信用责任来保障公司在维护所有者——股东的长期利益下运作。但事实并非如此，有关内容我们将在本章后面进行论述。

董事会董事是公司法人结构中至关重要的部分，他们把提供资本的股东和使用这些资本创造价值的经理人联结起来。这就意味着董事会是有权力管理公司的少数群体与广大、分散、相对没有权力、只是希望看到公司经营良好的群体的交叠部分。

董事会的主要作用是代表股东监督管理层。在本章，我们将探讨既能保证经理人对董事会负责，又能保证董事对股东负责的机制与结构。

任何一家公司的优势——也就是生存，依赖于两股性质截然不同的力量（即公司所有者的力量与公司经营者的力量）之间的均衡。公司依靠股东获得资本，同时也需要维持公司日常运作的管理层。这就为效率创造了机会，而这种效率是任何一个所有者/经理人，甚至一个所有者群体/经理人群体都无法实现的；效率机会生成的同时，也为弊端的生成创造了机会。

这是公司开始运作之前就几乎使公司停顿的难题。尽管卡尔·马克思（Karl Marx）与亚当·斯密（Adam Smith）的许多观点都不相同，但是他们一致认为团体式的公司形式是不可行的，并且他们所持的理由也惊人地相似。尽管所有权与控制权相分离，他们俩对是否有可能缔造一个能够有效地、公平地运作的结构提出了质疑。亚当·斯密对那些在合股公司投资的人和那些管理公司的人提出了批评。对于投资者，他认为他们“很少假装了解公司运营的方方面面”；而对于经理人，他认为“作为管理他人钱财而不是自己钱财的经理人，不可能期望他们像私人运营公司的合伙人以同样忧心忡忡的警惕经常关注他们自己的钱财那样关注这些钱财。”[①]

换句话说，是否存在着使经理人像股东一样关注公司绩效的体制呢？

公司的管理不能受舆论的左右，经理人必须获得迅速决策的权利，并承担合理的风险。如果每一项管理决策都要与公司的所有者进行沟通，更不用说要经过他们的一一认可，这样做就

会导致生产过程瘫痪，没有人能够获得成功。

尽管股东授予管理层真正的权利，但是他们还需要确保权力不会被滥用。那么，股东们如何才能知道他们拥有的资产得到妥善管理，没有被挪用呢？

公司治理面临的一个主要挑战，就是如何授予经理人管理公司的巨大自主权，同时又要他们对于权力的使用负责。

股东们不可能监督他们所雇佣的经理人。因为一家公司的所有者也许有好几万，而且分散在世界各地。所以，股东们有权选举他们的代理——董事会，代表他们监督公司的管理层。董事是公司所有者（或者是直接拥有公司的所有者本人）的代表，他们的目标就是在法律范围内保护公司的资产。

英美董事会简史

美国董事会坚持一个传统，该传统起源于最早的公司组织形式——合股公司。英国殖民统治时期，在殖民地就像在大英帝国本土一样，监督公司管理的人们要定期聚会。在当时，由于上等的家具价钱非常昂贵，几乎没有商人买得起供这些人定期聚会所使用的椅子或桌子，于是这些人在聚会的时候，就围绕放在两个锯木架上的一条长木板坐在凳子上。正是由于他们开会时使用了临时拼凑的桌子，所以他们被称为“木板桌（the board）”。而这群人的首领，因为德高望重，不需要坐在凳子上，所以被称为“坐椅子的人（chair-man）”。

美国最早的贸易是由两家英国公司——伦敦弗吉尼亚公司（the Virginia Company of London）和普利茅斯弗吉尼亚公司（the Virginia Company of Plymouth）经营的，这两家公司都持有皇家特许证。此外，这两家公司受两个机构的控制。第一个机构是地方议会——负责新大陆日常事务的殖民者管理委员会，它对第二个位于伦敦、权限更大的机构负责。第二个机构是“监督委员会”(supervisory board)，它直接向英国女王负责，主要承担政策和战略方面的宏观事务。

在美国独立战争之后，新创建的美利坚合众国要设计出自己的治理模式。亚历山大·汉密尔顿（Alexander Hamilton）是早期的领导者，他曾经与人合作撰写了《联邦文件》(Federalist Papers)，而且担任美国政府第一任财政部部长。1791年11月，新泽西州立法机构通过了一项法案，即领导者汉密尔顿的“建立实用产品协会”（Society of Establishing Useful Manufactures）（或者称为SUM）提案，允许该协会从事商品生产，商品范围从帆布到女鞋。

汉密尔顿公司的治理与今天大型公司的治理非常相似。该协会章程明确规定：“公司事务由13个董事管理。”与此同时，汉密尔顿又创建了一个早期的审计委员会。他设计了一个与董事会分离的监督委员会，该委员会由5个股东组成。尽管股东们可以从所有股东中推选任何5个人担当此任，但是这5个人一般是从竞选董事失败的候选人中挑选出来的。这些监督人员有权查看公司账目，有权监督公司所有的业务[2]。

当代典型的董事会

汉密尔顿公司的董事会与当代的公司董事会非常相似。200年来，公司董事会的结构与组

成几乎没有什么变化。董事会一般由大约15人组成，增加或减少一个或两个董事。监事会在董事会中发挥了重要作用。现在大多数的董事与SUM董事的来源一样，他们都是商业精英。

当然，随着企业组织结构的变迁，董事会的规模、组成、结构也发生了显著的变化。

规模

1998年，斯宾塞·斯图尔特（Spencer Stuart）调查公司的报告表明：董事会的大小“已经大幅度消减到更便于运作的规模”。斯宾塞·斯图尔特调查公司关于董事会在美国大公司实践的第十三次年度调查显示，这些大公司董事会的平均人数呈递减趋势，1988年平均为15人，1993年平均为13人，1998年平均为12人。到了1998年，在美国公司中大约1/3的董事会有11个或者不足11个董事。美国国家银行董事会的规模最大，由26位董事组成；而美国网络产品公司(Cabletron Systems)和LSI logic公司的董事会仅仅由5位董事组成。

内部/外部组合

斯宾塞·斯图尔特调查公司的报告显示，“董事独立的趋势牢固树立了”。该公司1998年的调查发现：在世界500强企业的董事中，外部董事占78%，从1993年以来已经增长了5个百分点。1993年的调查显示，最大的100家公司平均有3名内部董事，而且只有14个董事会有1名内部董事担任首席执行官(CEO)。5年之后，也就是1998年，斯宾塞·斯图尔特调查公司发现在世界500强中，有将近1/4的公司董事会仅有1名内部董事。

多样性

一想到“公司董事”，你的头脑中可能马上浮现出“中年白种男人”的形象。但是，这种情况正在发生变化。1973年，仅有11%的董事会有1名女性，9%的董事会有1名少数民族董事[3]。1998年，斯宾塞·斯图尔特调查公司把“渴望吸收更多的女性”作为调查的醒目标题。他们的调查发现，在新当选的外部董事中，女性占了16%（相对于在所有董事中女性只占12%的现状来说，这是一大进步）。调查同时发现，在新当选的董事中，有12%的人是学术界人士或来自非营利机构，这表明公司逐渐不仅仅局限于从标准候选人（高级公司经理）中挑选董事，这一变化有利于吸收女性进入董事会。

但是，并非所有的事情都发生了变化。斯宾塞·斯图尔特公司的调查发现，男性成为CEO的概率是女性的119倍。

如果留心观察，你会发现少数民族进入董事会的比例也在平稳增长。斯宾塞·斯图尔特调查公司的调查发现：1998年，在世界500强企业中，有3/4的董事会有少数民族董事，而在1997年，这一比例仅为2/3。

开会频率

董事会开会频率的标准做法正在发展。斯宾塞·斯图尔特调查公司得出了以下结论：“与过去几年相比，毫无疑问的是董事会的工作效率提高了。”在世界500强企业中，1998年和1992年董事会开会的平均次数为7次，与1988年的平均8次相比，略有减少。这些数字掩盖

了董事会行为方面日益增长的一致性。斯宾塞·斯图尔特调查公司的报告中说："1993年，在我们所调查的董事会中，只有1/4的公司一年召开4～7次董事会会议，而现在有将近1/2的公司一年召开4～7次董事会会议。与此相反，一年召开11～13次董事会会议公司的比例由5年前的1/3以上降到1998年的不足10%。"

召开全员董事会会议次数下降的部分原因，可以归结为对董事会下属委员会依赖性的增强。依照法律，公司只需要设立一个监督委员会，但是大多数公司发现还需要设立一些额外的委员会。纽约共和公司（Republic New York）的董事会异乎寻常地下设了10个委员会，而纽卡尔（Nucor）公司的董事会只下设了一个委员会。

1998年，在世界500强企业中，有98%的公司董事会设立了人力资源报酬委员会，有82%的公司董事会设立了提名/公司治理委员会，有71%的公司董事会设立了执行委员会，有58%的公司董事会设立了财政委员会，出现比例最少的委员会是环境/健康与安全委员会，只有13%的公司董事会有。

所有权

1993年，斯宾塞·斯图尔特调查公司得出以股票的方式支付外部董事工资的想法是"非主因"的结论。5年之后，也就是1998年，该公司的调查发现：有25家公司（数量虽小，但是因为正好占世界500强的5%，所以举足轻重）完全用股票来支付董事的工资。但是，现在仍有15%的公司由董事选择是以现金还是以股票的方式来支付他们的工资，而在1993年这一比例为0。在世界500强企业中，有超过半数的公司给外部董事股票期权，在1993年，这一比例只有10%。斯宾塞·斯图尔特调查公司得出了以下结论："假如董事们工作很出色，他们的努力就一定会得到优厚的回报。"

柯恩/费里（Korn/Ferry）咨询公司的第二十五次董事会年度调查也发现，董事会的治理标准随着时间的变化而变化。追溯到25年前，也就是1973年，科恩/费里咨询公司进行了第一次董事会调查，无论是在发给董事的调查表还是在结果分析报告都找不到"公司治理"这个词。咨询顾问非常感慨地说："时代变化真是太大了。"

科恩/费里咨询公司发现："普遍接受公司治理准则已经具备了坚实的基础。"例如，75%的公司认为应当定期对每个董事进行评估（虽然只有19%的董事会真正开展了这样的评估工作）；72%的公司有对首席执行官绩效进行评估的正规程序；64%的公司有成文的公司治理指导原则。

当科恩/费里咨询公司向董事们问到，在过去几年里，董事会结构和实践中最重要的进展是什么的时候，有将近1/2的被调查者认为最重要的进展是监事会、报酬委员会和提名委员会日益独立。10年前，只有监事会完全由外部董事构成。而在5年前，提名委员会平均只有1名内部人。到了1998年，监事会、提名委员会和报酬委员会这三个委员会完全由外部董事构成。

但是，将来还会有更深入的变革。超过1/4的被调查者认为，内部董事担任其他公司外部董事的数量应该限制在1～2家公司；超过20%的被调查者认为首席执行官退休之后，应当辞去在董事会中担任的职务，而董事会作为一个整体，应当任命各委员会主席与组成成员。

尽管董事们要求的项目会包含在议程中，但董事会会议常常按照管理层制定的议程进行。典型的做法是在董事会会议召开的前几天，董事们就会收到会议议程以及其他相关信息。

非董事会成员的内部人，如部门负责人，可能以特殊的身份出席董事会会议。

一些公司为了保证在首席执行官和高层管理人员不出席的情况下对他们进行评估，安排了专门会议，以便外部董事单独开会。

董事会的职责：法律框架

现代董事的职责与汉密尔顿时代的情况没有太大的差别。我们把汉密尔顿关于董事会作用的说明与现在美国特拉华州《通用公司法》进行对比。《通用公司法》中有这样一段话："每一家遵照本章程成立的有限公司的交易与事务，应该接受董事会的管理或指导。"[①]当然，自汉密尔顿时代以来，诸如这样法定的声明已经得到了检验，并进一步向更深层次发展。现在，许多体系复杂、经常变更的法律成了制定公司董事会职责的指导。

在法律上，董事的最高权限包括两个职责：管理职责与忠诚职责，而且将会依照"商业判决准则"(business judgment rule)对董事的行为进行裁定。

忠诚职责意味着，董事必须对公司股东表现出坚贞不屈的忠诚。因而假设一个董事同时担任两家公司的董事，必然会面对利益冲突（例如，当两家公司都想购买同一家公司的时候），这时他就必须辞去一家公司的董事职务，因为他不能同时向两家公司的股东尽忠。

管理职责意味着，董事在决策的时候必须付出应有的努力。他必须应尽可能多地发现与有待裁决问题相关的信息，并且能够表明为了做出决策，他已经对所有可能的选择都考虑了。

如果一个董事能证明他在工作的时候付出了足够的忠心而且尽可能谨慎小心，董事会就不会事后批评他的决策。换句话说，董事会就会尊重他所做的商业判断。不管从长远发展来看这个决策是不是一个"好的"决定，董事会都不会对此提出质询，除非董事们和经理人在做决策的时候明显假公济私或玩忽职守。

当然，毕竟法律要有足够的弹性才能适应不断变化的商业发展，因为随着商业发展的变化，董事和法律会面临许多亟待解决的新问题的挑战。正如我们在本章后面部分要看到的，20世纪80年代的接管时代就引发了对这些概念重新进行根本性的评价。

许多人曾经尝试超越董事职责的法律定义，对董事职责进行更精确的描述。商业圆桌会议（The Business Roundtable）代表美国大公司对董事会的职责做了以下描述：

董事会拥有5项基本职能：

1. 挑选、定期评估、更换首席执行官（如果需要的话）；决定管理层的报酬，评价权力交接计划。

2. 审查，并在适当情况下审批财务目标、公司的主要战略以及发展规划。

3. 为高层管理者提供建议与咨询。

4. 挑选并向股东推荐董事会董事的候选名单；评估董事会的工作及绩效。

5. 评估公司制度与法律/法规的适应性[②]。

其他一些机构也提出了与此类似的内容。下面我们就以美国法律研究所（American Law Institute）对董事会职责所做的描述为例。

1. 遴选、评估以及在恰当的时候解雇主要的资深经理人员。

2. 以发展的观点监督公司的商业行为，公司资源管理是否始终如一（在法律和道德允许的情况下增加股东收益，同时又为公众福利和人道主义事业做出贡献）。

3. 审查与批准董事会和主要高级经理人提出的公司发展计划及行动。在董事会注重的会计准则中，这些计划及行动是董事会与主要高级经理人要考虑的大前提与变革。

4. 执行其他一些职能，如法律规定的职能，或者董事会根据公司准则制定的职能[6]。

以上这些所列举的董事会职责尽管各有侧重，但总的来说已经涵盖了董事会的基本职责。在这些众多董事会职责的定义之中，包含了董事会要关注的无数细节问题，包括季度报告和下一季度的经营计划；公司长期战略目标；资本结构；债务融资；资源分配；买卖资产的要求；股息政策；研发计划；公司竞争对手的情况；公司全球发展前景。

多数评论者认为，尽管对董事会职责进行描述的定义很多，但是并不能恰如其分地描述董事会的职责，因为这些职责不仅崇高，而且含糊不清。造成这一问题的主要原因在于，尽管董事会负担监督管理者有效运作公司的职责，但是他们无法更进一步参与公司运作，这是在现实中或法律上都存在的问题。董事会就是在这种情况下对公司绩效进行评估，如果不令人满意，还要迅速做出回应。

董事会不能充分地参与公司管理的日常决策，而这些日常管理决策属于经理人的职责范畴。正如学术界所指出的："外部董事的工作可能是最难的，难就难在不是如何管理店铺的问题，而是要确保别人把店铺管理得尽可能的好。"[7]因此，很多人认为董事的基本责任就是，保证有最好的管理人才，有管理店铺最好的人选，而且一旦业绩滑坡就立即换人[8]。作为董事，他们有责任全面了解公司，而不仅仅是了解公司日常业务决策；也就是说，董事要看到整片森林，而不是一棵棵树。这里，我们引用一位资深评论员的话，董事应该是 NIFO——"鼻子在内，手指在外"。在过去，美国特拉华州法庭已竭尽全力尊重董事的"商业判断"。虽然法庭偶尔会提出警告，但是如果没有明显假公济私的证据，法庭就不会干预董事会决策。我们以1996年的案件——关于卡尔马克国际公司派生诉讼（Inre Caremark International Inc. Derivative Litig.）为例，特拉华州平衡法院的大法官威廉姆·T·艾伦（William T. Allen）判决如下：在董事对公司雇员行为监管不力，致使公司违背法律的情况下，董事应对没有尽到管理职责负责。这个案件起源于 1994 年对 Caremark 国际公司（从事患者和管理卫生保健服务的供应商）的起诉。该公司的两名高级职员和一些中层雇员违反"反转诊支付法"（Anti - Referral Payments Law，ARPL）中对联邦卫生保健赔偿的规定，该规定禁止卫生保健供应商以任何支付报酬的方式引诱参加医疗保险或者公共医疗补助制度的患者转诊。

在控告之后，股东向特拉华州平衡法院提出大量派生诉讼。这些诉讼宣称，股东指控卡尔马克公司董事违背了受股东委托管理公司的职责，未能有效监督公司雇员的行为，也未能制定防止违法行为发生的改进措施，因此，股东要求卡尔马克公司披露真实的债务情况。在控告中

或在政府清算协议中，尚没有高级职员或董事因为做错事而受到指控的先例。随后卡尔马克公司与作为原告的股东达成了协议。作为协议的一部分，卡尔马克公司同意在董事会中成立新的服从与伦理委员会，其目的在于监督业务部门遵守“反转诊支付法”，并且每半年把每一个业务部门的遵守情况向全体董事汇报一次。

法庭在裁决解决协议的过程中，提出这个案件的关键是应用的标准问题。因为没有证据证明董事知晓这些违法行为，问题在于他们是否应当知晓这些事情。

> 董事的职责包括保证公司信息和报告系统的真实性……在没有履行董事职责的情况下，至少从理论上讲，董事应该对因为违法所造成的损失负责……只是由于董事会没有持续地、系统地施加监督，比如尝试建立合理的信息与报告系统失败，就会确认缺乏诚信，而诚信对于职责来说是一个必不可少的条件。

有关董事会职责的其他论述与理论相比，更全面。约翰·哈维·琼斯爵士（Sir John Harvey — Jones）是20世纪70年代至80年代英国皇家化学工业方面非常成功的首席执行官，他认为，在董事职责的界定上存在以下困难：

> 对于经理人来说，任何可以想到的工作都可以向管理咨询顾问咨询。但是如果你想要得到如何做一名称职的公司董事的建议、指导、课程或者一本专家著作，你就会发现除了神秘感之外，你竟一无所获。
>
> 董事会的全部工作就是尽力创造动力运转和改进方向。如果董事会不能有目的地掌握公司未来发展方向，那么又有谁能担当此任呢？很多著名公司的名字不断消失，主要是因为董事会没有能成功地放弃“今日的公司”，缔造出“明日的公司”[8]。
>
> 针对以上论述，一位在多个董事会任职的评论员称他所扮演的角色是“用今日公司，创造明日公司”[9]。

董事会与管理层的关系

根据对董事会角色的法律定义以及约翰爵士（Sir John）的相关论述，我们可以得出这样的结论：董事会存在的前提就是监督管理层、挑选能把工作做得最好的经理人、当他们不能把工作做好时就解雇他们。从理论上来看，管理层要遵从董事会的意愿。而事实并非如此，董事们承蒙管理层厚爱，才获得提名、报酬和相关信息。此外，许多董事没有能力或者不愿为监督公司运作，或者为公司的成功做出财务承诺而贡献出时间或精力。

正如管理大师彼得·德鲁克（Peter Drucker）所指出：“在过去四五十年期间，每当一项制度像董事会制度一样不断遭到惨败时，责怪他人毫无用处，问题的关键在于制度本身。”[10]在过去10年中，允许那么多平庸的首席执行官得到如此多的回报（见第四章的论述）就是董事会效率低的一个标志。

制度存在什么问题？为什么这种制度故障不断？在本章，我们将列举实例，从董事会的方方面面进行论证，董事会是如何没有尽到股东代表的职责的。

信息流

董事绝不可能像管理层一样了解公司的运作情况，因此他们依赖公司提供必要的、准确的、而且及时的信息。机构投资者委员会(The Council of Institutional Investers， CII)是一个投资资本达到6 500亿美元的协会，担任执行董事的萨拉·A·B·特斯利克(Sarah A.B.Teslik)认为董事在面向CII客户的新闻通报中，可能会遇到以下问题：

> 如果一些非常巧妙的记录想要掩盖问题，而且这些问题可能被审计人员察觉也可能不被察觉，遇到这种情况该怎么办？或者如果一些重要的客户对于那些应该改进但还没有做出解释（也就是说领导人要么不知道，要么不想揭露这件事）的问题感到恼火，这种情况该如何解决？总的来说，因为局外人不需要你的帮助，就能洞察许多更重大或是潜在的问题。因此，大概这些正在发生的或潜在的问题恰恰是你（董事）通常能够察觉、阻止或补救的问题。
>
> 但是，如果你得到的信息几乎全部来自公司管理层，那么你又如何做呢？如何履行监督职责？事实是，太多的案例显示，你无法履行监督职责，因为你无法做到这一点。在这种环境下，没有一个人能做得到。
>
> 如果他们得不到充分的信息，那么对独立董事的定义，或董事会委员会的存在，或董事会委员会的构成，或董事选举的程序这些问题小题大做就没有什么意义了。
>
> 如果他/她得不到所需的、正确的、及时的信息，即使是最才华横溢、最有动力的董事，又能做些什么呢？[12]

遗憾的是，在公司的历史书中充斥着对公司情况了解太少又太晚的董事会。

相关案例：RJR纳比斯科公司（RJR Nabisco）、得克萨斯实业公司（Lone Star）和坦布兰兹公司(Tambrands)

RJR纳比斯科公司。该公司首席执行官泰里·威森(Tylee Wilson)花费了6 800万美元开发了一种“无烟”香烟，结果损失惨重，但是没有向董事会通报。正如在《大门的野蛮人》(Barbarians at the Gate)中记载的，这是法人放肆行为的一项壮举。威森的董事们非常愤怒，因为未经董事会的批准他无权花费这么多钱。

“为什么你没有尽早告诉我们？”胡安尼特·克雷普斯(Juanita Kreps)提出质询。“你相信成百个参与此项工程的公司员工；你相信几十位和你一起工作的广告代理公司的人；你相信公司外面的供应商和科学家，但是你却不相信我们。”她说道：“我个人对此事非常憎恶。”[13]

威森的继任者是F.罗斯·约翰逊(F. Ross Johnson)，他办事的方式与他的前任很相似。他采用慷慨大方的额外津贴与信息缺乏相结合的方式来对待他的董事会。他利用公司的飞机和公寓安排董事们与知名人士交往，他甚至挪用公司基金给董事们的母校捐赠椅子。这样一来，就使得董事们难以向他发难。

两位《华尔街（Wall Street Journal）》杂志的记者对RJR Nabisco公司董事会成员的生活做了如下描述："RJR Nabisco公司董事会的职位非常安乐富足：工资待遇优厚，丰厚的咨询合同，以及公司总裁兼首席执行官F·罗斯·约翰逊经常性的关爱。当他为一位董事会成员预定了一架公司的喷气式飞机之后，F·罗斯·约翰逊曾经这样说过，'有时我也想享受董事的交通待遇，但是如果我在哪儿代表他们，他们就会在哪儿代表我。'"[13]他的所作所为把他精挑细选的董事们弄得眼花缭乱，谁还能期望这些董事们会抱怨他的喷气式飞机和乡村俱乐部呢？

得克萨斯实业公司。《商业周刊（Business Week）》的一篇文章对该公司首席执行官詹姆斯·斯图尔特（James Stewart）在公司收入减少情况下的生活方式进行批评之后，得克萨斯实业公司董事会召集了一个特殊的会议，对詹姆斯·斯图尔特的开支状况进行了质询。经过质询之后，指控斯图尔特花了公司110万美元用于"纯粹的个人消费"，包括带着他的私人音乐教师随得克萨斯实业公司旅行去过3个洲。9人董事会，包括像罗伯特·L·斯特劳斯（Robert L .Strauss)这样杰出的人物，后来成为美国驻俄罗斯大使，从来没有细查过斯图尔特的支出情况。一个局外人，斯图尔特先生的继任者——戴维·华莱士（David Wallace)认为："你假设首席执行官诚实谨慎，但是我们并不知道他正在做什么。"1990年，德克萨斯实业公司申请破产保护[14]。

坦布兰兹公司。1993年6月1日，坦布兰兹公司解除了马丁·F·C·埃迈特（Martin F.C.Emmett）公司首席执行官的职务。这家公司专门生产女性卫生产品。从表面上来看，他的免职是例行公事，因为公司运作问题日益增多。作为公司的主导产品的丹碧丝月经棉（Tampax）的市场份额从1992年中期开始已下降了8个百分点，股票价格在不到6个月的时间中降低了1/3。显而易见，董事会在埃迈特不能提出一个令人满意的恢复计划的情况下解雇了他。

在解雇了埃迈特的10个星期后，《华尔街杂志》报道了他离职的内幕。这件事揭示了公司执行官蒙蔽董事会达到了何种程度。《华尔街杂志》对此事进行了评论，认为这件事唤起"在友谊、商业关系以及在制定公司运作政策中董事会的最终角色基础上，引发可耻的道德行为"[15]。这个丑闻的根源在于埃迈特和一家名为北美人事公司（Personnel Crop.of North America，PCA）的咨询公司两个负责人非同一般的关系，这家公司最先帮助埃迈特在坦布兰兹公司得到这份工作。埃迈特一离开公司，坦布兰兹公司就立即取消了和PCA签订的大部分合同。

PCA的两个负责人和埃迈特是长时间的朋友，在埃迈特担任首席执行官期间，他操纵坦布兰兹公司和PCA签订了价值200万美元的合同，包括工资、退休金管理和调职。他不仅管理公司，而且任命PCA的两个负责人担任他的私人顾问，付给他们俩的工资超过了坦布兰兹公司大多数高级职员。

埃迈特与PCA负责人的关系可以追溯到20世纪70年代中期，当PCA的两个负责人戴维·R·布兰德（David. R. Brand）和杰克·L·莱德勒(Jack L. Lederer)为标准布兰兹（Standard Brands)公司做工资调研，后来埃迈特成为标准布兰兹公司的执行官。1981年，当标准布兰兹公司和纳比斯科公司合并的时候，埃迈特就向标准布兰兹公司推荐了PCA公司，于是PCA公司得到了一份合同。当埃迈特离开标准布兰兹公司到纽约太平洋证券（Security Pacific）的子公司主管投资银行的时候，PCA公司也跟了过去。

在那些日子，埃迈特热衷于千方百计地获得行政特权。埃迈特在标准布兰兹（standard Brands）公司任职时的老板就是前面已经提到的罗斯·约翰逊；从标准布兰兹（standard Brands)公司到纳比斯科公司，他继续担任首席执行官，在与R.J.雷诺兹（R.J.Reynolds）公司和JR.纳比斯科公司合并之后，他仍然担任首席执行官。《大门中的野蛮人》这本书把埃迈特在标准布兰兹（standard Brands)公司的日子描述为："JR.纳比斯科对埃迈特非常慷慨大方，送给他很多礼物，包括豪华的

公司公寓和无限制的支出账户。”当埃迈特被邀请到坦布兰兹公司担任首席执行官，至少有一个经理查阅了公司报告，认为埃迈特有明显地追求奢华生活的癖好。

林恩·萨尔瓦基（Lynn Salvage），1991年离开董事会的一个董事，告诉《华尔街杂志》，一旦PCA公司被雇佣，这两个同伙“就会想尽一切办法为埃迈特弄到最有利的薪酬计划”[17]。珀尔·迈耶（Pearl Meyer），一个有自己公司的薪酬顾问，认为PCA公司的顾问就是“为埃迈特的利益尽心尽力”[18]。埃迈特先生的优先认股权和收益相当于坦布兰兹公司规模的两倍，这些年来，他的优先认股权差不多可以购买坦布兰兹公司60万股股票。1992年12月，他使用15万股的优先认股权，出售股票获利超过500万美元[19]。PCA公司还认为董事会获得的报酬过低。按照这个建议，董事会把每年的薪酬从1.3万美元提升到2万美元，并且每年给他们自己1 100股优先认股权。

埃迈特被免职之后，仍旧还有10年时间行使他所保有的45万股优先认股权——这是1992年PCA公司为他争得的终止合同得到的补偿。目前，他在PCA公司在奥涅康狄州的总部工作，这份工作也是PCA公司为他提供的。

当然，像RJR纳比斯科公司、得克萨斯实业公司或坦布兰兹公司这样把事做绝的首席执行官并不是很多，主动尝试误导董事会的例子也并不是很多。而且，并不是有很多董事会允许自己被长时间蒙在鼓里。然而，显而易见的是，经理人对公司的了解程度肯定超过董事会，所以关键问题在于经理人和董事会应该分享哪些信息。例如，我们来看一下本书第六章有关宝丽莱公司（Polaroid）的案例研究。在这个案例中，该公司的董事会并没有意识到公司员工反对用扩大员工持股计划（ESOP）代替各种薪酬利益。尽管法庭最终裁定这则信息无关紧要，但是，这个实例表明在管理层与董事会之间存在各种利益冲突。有关这方面的内容也可以参见本书第六章西方石油公司（Occidental Petroleum）的案例研究。

那么，谁应该对公司最终负责？谁真正对公司负责？谁应该有控制权——管理层还是董事会？从法律的角度来看，以上这些问题的答案写得清清楚楚；最终的分析结果是，董事会对公司负责，并且董事会是权利的根本源泉。然而，在实际运作中，注意不是在法律上，问题就出现了。管理层掌握专门知识、基本设施和时间，得以管理和控制公司。设想一下，在这种管理层一统天下的情况下，董事会又如何行使它的职责？一个具备企业家能力、精力旺盛的经理人能够做到在管理企业的同时，为董事会保留最终控制权吗？管理层和董事会如何决定谁应该佩带公司的“王冠”？我们相信，董事会不仅仅为公司承担法律上的责任。自相矛盾之处在于，如何在不影响管理层和董事会的积极性与主动性的前提下，使两者保持有效控制。这一悖论带来的紧张局势困扰着很多公司，导致了公司高层出现摩擦，而且浪费了相当多的精力……公司治理责任的复杂性，要求公司管理层与董事会在他们之间寻找一个舒适的、高效的权力均衡点。紧张局势总是会存在的，而且存在紧张局势也不完全是坏事。就像压力，一定量的压力反而会提高创造力与产出[20]。

董事信息一览表

董事会应该拥有哪些信息？一位资深董事会成员提出以下几点建议[21]：

- 业务报告、资产负债表，以及把当前及迄今为止的结果与计划及去年的情况进行对照的资金流

报告。

• 对上述内容的管理评论，该评论对计划变动的原因进行了解释，并提供一份经过修改的本年度剩余时间的预测结果。

• 市场信息共享。

• 管理委员会会议的记录资料。

• 有关公司和竞争对手的主要媒体报道。

• 有关公司和主要竞争对手的财政分析报告。

• 消费者偏好的调查。

• 雇员态度的调查。

罗伯特·K·穆勒（Robert K. Mueller），A.D.公司的前外部主席，一位年轻而且经验丰富的董事，在他有关董事会董事的第九本著作——《无知不是理由（Ignorance is no exucse）》中[22]，对董事应该享有的信息进行了总结。

有很多方法能够保证董事们消息灵通。以家庭仓库公司（Home Depot）为例，该公司要求其董事每个月至少花费一整天的时间到该公司的某一家商店做访问，一个季度要访问8～10家商店，这些商店或者在他们所居住的地区，或者是在他们所居住地区之外。家庭仓库公司首席执行官伯纳德·马库斯（Bernard Marcus）对这一过程做了如下描述：

> 首先，董事作为一名顾客进入商店。然后，他们公开自己的身份并与公司雇员接触……这是一种非常、非常好的方法。借助这种方法，董事们对公司正在发生的事情可以获得截然不同的感受。在典型董事会中，每一件事都要经过董事会主席来传达，你想让董事们知晓的每件事都要经过董事会主席。在这里，我们要提醒我们的董事会成员要摆脱这种局面。当董事们按照这种方法实施的时候，他们带回来建议。可以说，这种方法对于双方——不论是我们经理人一方还是董事一方，都是有价值的[23]。

首席执行官——董事长

在93%的美国大公司中，存在首席执行官兼任董事会主席的情况[24]。与美国相比，英国只有1/3的大公司存在首席执行官／董事会主席合一的情况[25]（然而，需要强调的一点是，英国公司董事会内部董事的比例也较高）。

> 以上这两种不同情况的优势和劣势各是什么？谁是做决定的最佳人选？对于一个特定的董事会来说，这样做是否有价值？那个人或者那个群体是否有权影响该结构？

这些问题为全面考虑给予公司管理层足够的权力以做好工作与承担足够的责任以确保股东利益最大化为工作目标之间的冲突，提供了一种良好的方式。

在前面的内容中，我们讨论了如何使董事会的真正存在建立在责任需求基础之上。董事之所

以会存在，就是为了保证管理层对手中掌握的大量可自由使用的权利承担责任。因此，如果公司董事会主席同时兼任首席执行官，就会出现管理层向由管理层领导的机构负责的情况。这种情况可能意味着首席执行官对自己的绩效自己进行评估。出于相同的原因，正如我们不允许学生给自己的测验打分一样，这样做也会引发公司内部利益冲突。

根据美国电话电信公司（ ITT ）前首席执行官兼董事会主席哈罗德·吉宁（Harold Geneen）的观点：

> 如果董事会真正代表股东利益，那么首席执行官在董事会中是做什么的？这是否与他的利益相冲突？作为职业经理人，首席执行官不能代表股东，而且不能公正地对自己做出评判[18]。

在 1992 年公司董事的调查中，科恩/ 费里咨询公司发现刚好不足 20 %的被调查者认为首席执行官与董事会主席的职位分离对董事会绩效将会产生“非常消极的影响”，略微高于 20 %的被调查者认为首席执行官与董事会主席的职位分离对董事会绩效将会产生“非常积极的影响”，将近 60 %的被调查者认为这两个角色的分离所带来的影响尚未确定[19]。那些赞成这两个角色分离会带来消极影响的被调查者认为，公司由一个人领导非常重要。在科恩/ 费里咨询公司的调查中，一个被调查者提出这样的观点：“你已经有一个老板了，就不要再怀疑他了。”另外一个被调查者认为：“首席执行官和董事会主席应在公司业务中亲密无间，所以我认为这两个职务应由一个人来担当，如果不是由一个人担任的话，董事会主席势必成为一个傀儡，或篡夺首席执行官的职权。”

那些赞成首席执行官与董事会主席的职位相分离的人认为，这样做将导致对首席执行官的评价更加客观，而且可以缔造一个负有更大责任的环境。一位外部董事认为，如果首席执行官兼任董事会主席，就会出现为保护首席执行官职业利益的“过度倾斜”状况。

在大多数赞成首席执行官与董事会主席职位分离并不重要的人们中，最具代表性的观点认为，董事会主席仅仅担任主持会议的角色，而且这也仅仅是头衔的问题。对于这个问题，目前尚未完成更多的经验性工作。但至少有一项研究表明，首席执行官与董事会主席分离的公司一贯比这两个职位合一的公司业绩好[20]。这也许可能吧，但是据预测，持反对意见的比例仍然很高。把两个职位合一并不意味着同时兼任董事会主席之职的首席执行官必然会操纵董事会，但是这确实给他提供了这样的机会。

让我们来看一下美国运通银行（ American Express ）的例子（见本书第六章）。这个案例表明，董事会主席职位的含义比议院法规定的要多。在经验丰富的政治掮客的控制下，首席执行官——董事会主席能够把权力转到管理层手中，并削弱董事会的权利。帕克·休（ Hugh Parker ）在他的著作《公司董事长(*The Company Chairman*)》[21]中提到：

> 从最后的分析可以看出，董事会的董事们只能像董事会主席希望的那样发挥作用。随着时间的流逝，董事会主席成为董事会的总设计师——也就是说控制董事会的构成、日程安排、优先权和程序。主席想要挑选什么样的董事，就挑选什么样董事；想要怎么使用他们，就怎么使用。如果一位董事会主席想要一个强大的、独立的、有效的董事会，很快他就会如愿以偿。但是，反过来也是同样的，如果一位董事会主席想要一个顺从、漠不关心的董事会，只是充当他

自己决策的橡皮图章，同样也会很快就如他所愿。

如果把首席执行官和董事会主席的职位合二为一，所带来惟一的最大问题就是日程安排问题。只要首席执行官控制给股东提供信息的质量、数量和时间安排，那么就不可能保证股东得到行使真正独立监督职能所需的信息。那些成功地把两个职位合一的董事会，常常会发现拥有一位独立外部董事担当“首席董事”，也就是相当于非正式的副主席，能够行使监督议程和确保议程确实代表了其他外部董事所关注的问题。1999年的科恩/费里咨询公司的报告中有关董事会董事的研究显示，在这一领域，有30%的董事会宣称设有一位首席董事，而在前一年(1998年)这个比例只有14%；在被调查的董事中，有53%的人认为设置首席董事是明智之举。国家公司董事协会(The National Association of Corporate Directors)也建议把两个职位合一的董事会要分开实行绩效评估，以保持目标与评估的清晰、透明。

第22条军规(Catch 22)：前首席执行官担任董事

机构股东服务（Institutional Shareholders Services ISS）作为一家针对公司治理问题，专门为机构投资者提供建议的咨询公司，1991年就发现在S & P500家公司中，有27%的公司存在一位前任首席执行官担任董事会成员的现象[29]。其中，甚至在6家公司董事会中存在两位前首席执行官任职的现象。

为什么你会反对即将离职的首席执行官仍旧在董事会中任职？

这些人可能会操纵董事会的议程和决议……不然的话，许多内部董事也许会把他们的工作归功于即将离职的首席执行官，这样做也许出于忠心，也许是出于敬畏，不愿意与这些前首席执行官作对，因为即使是已经退休的首席执行官也常常能够继续行使大量权利。敬畏与忠心相混合的情况，同样出现在那些由即将退休的首席执行官吸收进入董事会的非执行董事的身上[30]。

但是，一位最新财富500强的首席执行官兼董事会主席告诉ISS，大多数业已退休的首席执行官认识到由于他们继续担任职务所带来的问题，为了给新任首席执行官一个展现他自己权威的机会，这些退休的首席执行官会在重大决策问题上保持沉默。

你对这一行为有什么看法？这样做就足够了吗？如果他们保持沉默，他们又如何开展工作？如果他们不保持沉默，他们又如何甘冒干涉不当的风险？他们的存在对董事会讨论造成何种激励效应？

ISS报告的作者，霍华德·D·谢尔曼（Howard D. Sherman）得出如下结论：“简而言之，对于一个退休的首席执行官来说，这是第22条军规。虽然已经退休，但又关注他们继任者的首席执行官们，并不能成为得力的董事。业已退休，但是仍想控制董事会的首席执行官们根本

就不应该进入董事会。”

然而，前首席执行官拥有大量经验，而且与其他人相比，可能掌握有更多的与公司相关的知识。那么，股东们如何才能够充分利用这些知识？ISS的建议是，公司不应该再让前首席执行官在董事会中任职，而是聘任他们担任顾问。

这一做法的缺陷是什么？让我们来看一下围绕首席执行官离职问题的一些相关新闻报道，来决定有多少个首席执行官继续留下来担任“顾问”？看一看你是否能够说出把这一做法作为让他们离职的贿赂，出现的概率是多少？

符合上述这种情况的相关案例有威斯丁豪斯公司（Westinghouse）的保罗·垒高（Paul Lego）。1993年1月，垒高在公司董事会的压力之下被迫辞去威斯丁豪斯公司首席执行官与董事会主席的职务。尽管从事实上来看，垒高被解雇了，但是出于各种意图和目的，垒高得到了一份为期两年、年薪60万美元（略少于他担任首席执行官期间的年薪70万美元）的顾问合同；除此之外，他还得到了80万美元的解聘费以及每年91万美元的终身养老金。如果垒高所提供的服务对公司仍旧有价值，为什么会迫使他从首席执行官的职位上离开？如果是因为绩效差而被解雇，那为什么股东要付给他顾问费用？类似的情形也发生在威斯特管理公司（Waste Management）的迪安·邦超克（Dean Buntrock）（见案例研究）以及Global Crossing公司的罗伯特·阿农奇尔塔（Robert Annunziata）身上。

有趣的是，一些首席执行官告诉ISS，人们更多关注的是如何使前首席执行官运转起来。备受尊敬的凯德伯瑞·施韦普·PLC公司（Cadbury Schweppes Plc）前任董事会主席艾德里安·凯德伯瑞（Adrian Cadbury）先生谈到：“我个人赞成首席执行官一旦退休就应该与公司彻底分开，我非常希望看到这种情况成为广为接受的事实，当然顾问工作除外。我对一个公司历史经验的真正价值持怀疑态度，不管这种经验如何巨大。”

花旗银行前任首席执行官、担任多家公司董事会外部董事的沃尔特·里斯顿（Walter Wriston）与凯德伯瑞持相同的观点。他认为：

采取强制退休的一个原因，就是要确保公司领导层保持新鲜血液以应对环境的变迁。如果新任领导层想向前人咨询，公司组织就没有存在的必要了；如果顾问不提出要求，公司就不会做出安排。此外，如果新任首席执行官想启动他/她的议程，被退休的首席执行官控制的董事会可能成为开展工作的障碍，尤其是当新管理层认为需要采用激进变革措施的时候。

一位要求对他和他本人的公司匿名的首席执行官谈了公司的情况，他的公司给即将离职的头头们安排了非正式的角色：

我们强烈地感到“一个人不应该对继任者紧盯不放”，因为这样会约束和限制继任者行动的自由。我们总是这样幸运，因为即将离职的和即将继任的首席执行官之间存在紧密而且相互支撑的关系，这种关系使得他们能够对一些重大问题进行非正式的磋商。因此，新任首席执行官能够从前任首席执行官那里得到他所需要的有益的建议。当然，这里需要注意的是，新任首席

执行官要主动寻求这种忠告。退休的首席执行官不会主动打电话或拜访现任首席执行官，并为他们提供建议，除非有这样的要求。

1999年度的科恩/费里咨询公司有关董事会董事的研究表明，有54%的董事认为前首席执行官不应该继续在董事会中任职，但是仅仅有29%的公司制定了这方面的相关政策。

董事的提名

当股东在董事任命中不能发挥作用的时候，我们所谈的董事作为股东“代表”或者说董事由股东“选举”产生这一事实，就成为我们设法理解公司治理所面临挑战的征兆。在95%的美国大公司中，都是由提名委员会向董事会推荐董事候选人[⑧]。然而，在许多案例中，提名委员会都是从首席执行官那里得到候选人名单的。一位首席执行官曾经告诉本书作者：“我的提名委员会非常独立。有的时候，他们会否决我所提出的人选。”可是有一次，当他面对要考虑委员会提出自己的人选挑战的时候，他就不能取消惟一一个候选人提名。一旦提名委员会确认了一位候选人，他们就会把候选人姓名提交给董事会以获得批准。董事候选人常常要接受整个董事会（包括首席执行官）的面试，然后由一位股东投票选举产生（事实上已经获得了认可，因为他们总是提名那些不会遭到反对的候选人担任董事）。从理论上来看，这种制度允许董事会独立地对被提名人进行评估，从而防止管理层在董事会布满自己人。可是科恩/费里咨询公司的报告发现，1991年有82%的董事会空缺是由董事会主席推荐的人选填补的。

戴尔·汉森（Dale Hanson）在担任众议院次级委员会（a House of Representatives Subcommittee）首席执行官之前，曾经担任加利福尼亚州公共雇员退休系统（California Public Employees'Retirement System，CPERS)的首席执行官，认为“提名委员会时常是虚假的、抽象的而且愚蠢的”[⑨]。在英国，1992年ProNed的调查发现，有86%的董事“对公司任命非执行董事所采用的业余理论(amateur approach)感到不满意”。这种事情正在得到改进。到了1997年，科恩/费里咨询公司的报告发现有42%的外部董事认为首席执行官在新董事选择问题上没有扮演支配者的角色，超过40%的外部董事认为提名委员会正在承担更多的责任。现在，许多提名委员会开始对公司进行调查，以提高独立性和对董事提名过程的影响力。

相关案例：董事的离职

某食品服务公司出台了一项收购一家餐饮集团计划，这项计划并不是什么明智之举。为了完成这次收购，公司的花费超过68万美元——这笔钱对于小股本的公司来说算得上是一大笔支出。因此，该公司的一位董事担心此次收购失败会导致公司董事在股东诉讼中对损失承担责任，因为董事们没有尽职尽责。他尤为担心的是，几个月来该公司的首席执行官已经取消了所有的董事会会议；正是在这种情况下，首席执行官自己议定了这笔交易，这笔最终失败的交易。

在公司首席执行官拒绝安排董事会会议之后，这位董事曾经建议与他共事的部分外部董事召开会议，而且内部人不能出席会议，在会议上来讨论他们潜在的责任。例如，他认为他们应该考虑，对他们来说，雇佣独立的法律顾问是否明智。

没有一个外部董事接受他的邀请，这些外部董事反而把他的建议通报给了公司的首席执行官（同时担任董事会主席）。接着，这位董事收到了公司外部法律顾问给他的一封信，控告他企图召开“秘密”会议。再接下来，在下一次董事会全体会议上，这是在过去5个月中第一次召开的董事会会议，这位董事被告之：在公司下一年度会议上，他将不会被再次提名担任董事之职。换句话说，他被解雇了。

这位董事给公司的首席执行官／董事会主席写了一封信，在信中他要求在股东签署的委托书中对他的辞职进行充分的说明。他写道：

我认为董事会召开会议的次数不够，不能保证董事会成员知晓他们应该了解的公司事务……

我反对你不考虑董事会的意见而提高公司高级职员薪水的做法。首先，这种做法不仅违背法律，而且在对董事会功能的看法上反映出我们在人生观上的分歧……

我想是因为和你在“人生观上存在分歧”，所以我没有被继续提名担任董事以及在下次年会上没有投票权，这么做不符合公司或者股东的最大利益。尽管在过去我的观点与你们的观点，甚至你的观点不一致，但是这对于公司来说是件好事。这件事（尽管在其他董事会中也存在）再次反映出你操纵董事会的欲望……

我认为应该成立一个独立的报酬委员会，制定绩效标准、评估业绩、判断公司绩效。

我建议董事会主席与公司首席执行官的职位应该分离，如果不分离，就像你现在的状况一样，拥有过多的权力。

公司没有采纳他的建议，而他也不再在董事会中任职。

董事没有被再次任命的根据是什么？对于诸如此类的决策，股东应该了解哪些信息？你对案例中这位股东的做法有什么看法？如果换作你，你会做些什么？你对这一结果的看法如何？如果换作你，你会如何加以改进？

相关案例：董事向董事会更多的要求

在另外一家公司，一位董事给已经任职两年的首席执行官写了一封信，信中写道：

我一直在考虑我们公司面临的一些问题，而且我已经确信，我们对董事会的使命和绩效控制问题需要谈一谈。每一个人都会同意，董事会要对战略方向和管理的连续性负有责任。但是，我认为在理想的董事会／管理层之间的关系问题上不存在单一的模式。这是什么意思呢？也就是说，董事会必须不断再次评估自己，以保证董事会的结构符合公司当前的需要。只有时刻认识到需要变化这一点，才能获得最佳结果。董事和管理层需要忠于正在进行的自查和批评，在经常不断的变化中才能达到平衡。只有当我们明确了董事会的“使命”，我们才能正确、公正地监督我们的绩效。如果我们不能监督我们自己，我们也就不能监督公司或者首席执行官的绩效了。

你接手了董事会，董事会常常对呈现在我们面前的事件做出反应，而且常常不要求很多。因为个性和风格问题，前任首席执行官约翰（John）没有好好利用董事会。在相当长的一段时间内，只要约翰获得好的成绩，董事会就会采取默认的态度。在这一段时期内，从本质上来看，董事会的顾问和

监督职能（对于后者，我更倾向于使用“看门狗(watchdog)”董事会这一称号）受到了限制。我认为，在这一时期至少一段时间中，你扮演了董事会常常扮演的角色，如提供反馈、支持和分析。

在你接手公司之后，董事会几乎没有什么变化，但是与前任首席执行官约翰的全盛时期相比，则发生了很大的变化。你没有设置第二把手，在约翰时期设有这个职位，而且就是由你担任这个角色。换句话说，执政者不同，面对的挑战不同，也就是董事会该发生变化的时候了。让我们回顾一下董事会的两个主要责任：

战略方面，我们业已树立了一个目标：在5年（现在是3年半）之内，达到每股5美元的收益；10年达到每股10美元的收益；因为我们的核心业务正处于全球不景气阶段，所以我们的目标只是保有我们现在的位置——每年的现金流大致达到10亿美元——这是最基本要完成的目标。

当然，现在的状况也不允许我们丧失我们的长期目标。我们是否制定了如何达到这些收益目标的行业战略？行业战略是来自内在扩张还是来自收购？以及在什么行业部门？

我们是否有财务战略？如果我们要达到我们的发展目标，我们是否需要充足的额外资本。我个人认为，资产净值“成本”较低。我们年终收盘价格51 5/8美元表明，价格/收益为31的倍数（62）。当我们能够证明对新资本有实际需求的时候，我们是否已经决定了要等待时机？或者当可以借助以前有吸引力的基础获得资本时候，我们是否有机会并进入市场？这些问题是董事会现在应该考虑的问题。如果我们没有这样做，我担心我们可能错失掉惟一一个筹集额外资本的时机。

首席执行官的选任、评估以及继任，你已经敦促董事会每年评估你的绩效，这一做法激励我们在1993年实实在在地开展工作，我发现这是一个非常有建设意义的方法。

但是我仍然关注继任问题。当约翰担任首席执行官的时候，我们知道我们可能要倾向于你。但是，我认为任何一个董事对于在你离职之后接替你的人选不应该有明显的倾向。我们需要明确的是，你有后备人选。对于任何一家公司来说，它的指挥官决定了公司的强弱。目前，我们还非常“微不足道”，所以董事会必须快速转向这个问题。

董事会的董事们要承担两个最重要的责任。我很清楚，我们的董事会在这两个方面需要做的事情还很多。实际上，我们在以上两个领域做得都不够好，这一事实表明在以下方面花费时间的重要性，包括检查我们自己，以决定我们如何才能改进我们的结构和构成以确保未来能够有效地实施董事会的功能。

对于董事会来说，重新限定董事会以应对我们需求的变化非常困难，但是又至关重要。公司需要一个强有力的董事会。

这需要有个人启动这一方法。我想对于你来说，最重要的就是采取主动，以确认我们按照你对现在公司需求的想法改进结构。

我发现，在头脑中借助两个矩阵考虑董事会可能扮演的角色非常有用。第一个是表明一系列问题的垂直矩阵——从最初被动的“看门狗”角色到主动的、完全参与管理的合伙人角色，正如一年前通用汽车公司（General Motors）的董事会或者现在派拉蒙公司（Paramount）的董事会在公司危难关头扮演的角色一样。第二个是水平矩阵，显示了一系列模式——广泛涉及战略和继任问题，这些问题是董事会在制定政策、战略选择的实质分析、实施、监测以及评估中的核心责任。

据我所知，根据这些矩阵得出的图形，一个董事会完全可以正确地决定自身的定位。冒着不必要重复的危险，尽管没有“正确的”答案，但是有“错误的”答案。那么什么是错误的？即没有界定角色，就没有使命，就没有针对评估董事会绩效的清晰基准。这也是我为之困扰的地方。尤为感到焦虑的是，我们把时间花费在运作结果的评估上，而没有花在审视更大的画面。在董事

会中，没有人有时间、专门的知识技能或愿望深入公司每天的业务，以达到用任何有意义的形式对这些结果进行评估；假使这是董事会扮演的一个适当的角色，也不是董事们要扮演的角色。

为了确认董事会以准确的信息为基础做出正确的判断，我想，对于我们来说，任命一位外部董事担任董事会兼职主席是有意义的举措。如果你认为这样做不对，或许我们可以采纳玛蒂·利普顿（Marty Lipton）和杰伊·洛施（Jay Lorsch）的建议，任命一位“首席董事”以帮助外部董事把注意力放在议程以及其他治理关系上。我们也应该在执政期间定期召开外部董事会议，至少一年两次。这样做绝没有指责你的意思，也不是想在背后调查你。这样做，仅仅是为了确保董事有相互谈话的机会，对有疑问的事情进行探讨。作为提高董事会绩效的关键因素，这点经常遭到董事会的批评。

我们的董事会尚未真正“成型”。我认为主要原因是，我们对于明确的目标没有达成共识。诚然，这并不是由于缺乏个人投资或是个人承诺所造成的。我所期待的是对承诺的共享观念，在5年之内每股5美元收益并不仅仅是一句口号，而是代表了我们所有人对极富挑战性和有价值的任务的承诺。就实现目标而言，我们看到我们自己要么成功，要么失败。我认为，定期召开外部董事会议将带来许多益处。

由于在公司中缺乏强有力的后备力量，所以，我认为你可以充分利用不断增强的董事会。我希望董事会成为你的资源，而不是没有发展前景的橡皮图章，我觉得我们一直在充当这个角色。我请求你允许我们尽我们的所能来协助你。

这封信可能有什么效果？如果该首席执行官没有采纳他的建议，那么这位董事的最终选择是什么？一旦建立了结构，议程是什么？

被授权的股东应该把注意力集中到董事会的董事们身上——它的构成以及议事日程。相关股东的工作只能被简单地认为是保证董事会的董事们开展工作。这就意味着，要保证董事会的构成成员恰当，他们关注的是恰当的问题，而且他们在结构之下运作；这一结构要使他们提出正确的问题，得出正确的答案。这就是代理成本问题的答案。对于所有者来说，最有效的方式就是实施恰当的控制。

相关案例研究：伊马普公司（Emap）两个董事的离职

董事会就像政府内阁一样，在集体责任的基础之上运作。如果某一个董事不赞成董事会的多数决定，他当然表明他自己的观点，并且通过辩论的方式试图说服他的同事们。但是，最终的结果是少数必须服从多数。

如果集体责任失效，将会发生什么事情？如果董事中重要的少数董事，两个或三个人，强烈的反对某项决议，会怎么样？如果他们相信董事会主席对董事会其他成员有极重要的影响力，又会怎么样？如果他们相信决议对于公司长治久安至关重要，而他们又不能被总决议所束缚，这时会怎么样？

当然，惟一的选择就是辞职。但是，这么做就对股东有益吗？而且从某种程度上来看，董事会主席更有可能用自己的（更加顺从的）候选人取代即将离职的董事。在这种情况下，董事离职只会增强公司高层的权利。

伊马普公司（Emap）公司的股东面临一些问题，这是一家发展迅猛的英国广播、杂志和通讯公司。伊马普公司的股东在审阅公司1996年年度报告的时候，被要求通过一系列公司条例的修正案（公司条

例就是英国公司的规章制度）。

其中有两项修正案引起了争议。第一，如果通过修正案，就要删除条例中对非执行董事最小数目的授权规定。第二，赋予董事会投票让董事离开董事会的权力，并需要董事会中75%的董事通过。

当伊马普公司的股东们在年度报告中读到这些建议遭到两个外部董事的反对，他们感到惊奇。这两个外部董事分别是肯·西蒙兹（Ken Simmonds）教授和乔·库克（Joe Cooke）。集体责任被瓦解了。

公司认为修正案属于内部事务，外部董事的最小化规定不能满足像伊马普公司这样迅速发展的公司对弹性的需求。而且，几个大型英国公司已经对董事会摆脱少数麻烦分子做出了规定（虽然英国治理监督机构PIRC的研究表明，大多数公司尚没有这样的规定）。

作为回应，持不同政见者认为，这些规定在继任者不明朗以及管理层局势紧张的情况下是重要的保护措施。公司首席执行官——罗宾·米勒（Robin Miller）以及他的副手、兼任集团管理董事的戴维·阿卡卢斯（David Arculus）意见不合已经多年了。从过去5年的董事会会议记录中，也可以看出他们两人之间的问题。

根据新闻报道，公司董事会主席约翰·霍斯凯恩斯（John Hoskyns）先生试图把米勒先生作为主席之位的临时继任者，从而迫使阿卡卢斯先生提前退休。但是，伊马普公司否认有这样的继任计划。

持不同意见的人认为，在某个时期为了一个强有力的、独立的非执行官的出现而需要忽视坏脾气的经理人的时候，消弱公司的规定是个错误。

随着事情的明朗化，梅斯思·西蒙兹（Messrs Simmonds）和库克怀疑约翰·霍斯凯恩斯先生试图“摆平”董事会，以确保他所中意的继任计划按步就班地实施。

但是，与此同时，在和平友好的气氛下发生了一场辩论。在3周后的年度股东大会上，公司董事会主席约翰·霍斯凯恩斯先生向股东们保证新的规定是“最终的手段，将不会用于重组董事会”。他说：“董事会方面不存在困难。”

作为对他观点的反击，持不同意见的人也有机会提出他们自己的观点。西蒙兹教授提出，原则上他反对变化，他批评了董事会的办事方式，把建议堆放在一起，要求“两个委员会——即首席执行官和董事会主席”碰面来决定新的规定，这些新规定没有经过充分评估或者没有足够的时间对整个内涵进行讨论。

他要求董事会主席回答一个简单的问题：“减少董事会非执行董事数量是否符合股东利益，以及为什么他们应该放弃开除董事的权利？”他认为，从性质上来看，现在保护股东的规定和开除他们的规定类似于“因为我们从未有过入室行窃的事件，所以要拆除门闩，而且附近人家的门闩也要拆除”。

有18%的股东投票反对变更条例，这是一个非常重要的信号。但是，我们似乎看到了良性治理的征兆：非执行董事已经有发言权，这个问题已经由股东公开讨论，投票是广泛的。

当然，这场战争还没有结束。

梅斯思·西蒙兹和库克表明了不同意见之后，现在他们成为董事会中不受欢迎的人。他们的一些同事非常反感他们，因为他们让家丑外扬。

董事会的其他成员感到梅斯思·西蒙兹和库克已经在年会上给股东留下了错误的印象，认为董事会主席没有遵守职业道德；而且误导股东，认为董事会的其他成员玩忽职守。因此，许多董事要求这两个持不同政见者辞职。

在公司的下一次董事会会议上，西蒙兹和库克在不同的房间分别面对董事会的其他成员，而戴维·阿卡卢斯在其间往返穿梭，充当中间人。

这两个持不同政见者被要求辞职，否则约翰·霍斯凯恩斯爵士和罗宾·米勒就辞职。西蒙兹教授

告诉一家报纸："争端来自董事会主席的行为。我不能顺潮行驶，除非我第一个保证他将也会顺潮行使——如果做不到这一点，我就不会放弃对股东的责任。"

这件事情最终也没有得到圆满解决。但是约翰爵士在股东年会上向股东们保证，尽管在最新修订的公司条款中明确规定了董事会有解雇董事的权利，但是董事会不会行使权利开除西蒙兹和库克。真是具有讽刺意味，西蒙兹和库克一直反对董事会扩权，而董事会恰恰不能运用这些新增加的权利解雇这两个持不同政见者。

当然，公司召开了一次临时股东大会——也就是说非常规的全体股东大会，召开临时股东大会通常是要集中考虑某一个问题。在本例中，这个问题就是西蒙兹和库克的免职的事情。

因而最终，有关这两个人是否继续在董事会任职的问题将提交股东审议。

英国公司治理顾问公司——PIRC 建议股东反对这些措施。以美国为基础的代理顾问——机构股东服务公司也提出同样的建议。

在股东大会（EGM）上，尽管一些大型机构曾经许诺在一定的条件下提供支持，也就是说不受现任首席执行官的制约，在替换非执行董事以及对董事会主席候选人的提名上提供支持，将近 90 % 的股东支持公司解雇这两个董事。

不管怎样，股东大会为这两个持不同政见者提供了保护良好的公司治理的平台。西蒙兹教授在股东大会上就当他不再得到同事们的支持的时候为什么没有平静地退休这件事情进行了解释："如果平静地退休，我们所能给予股东的就是完全妥协。"

他认为他所做的事情是为了保护伊马普公司的未来价值，他告诉股东："你们需要明确董事会……在任何一个人的有效控制之下是不会垮台的，董事会本身内部有充分的自我控制机制……当对董事会构成与责任变化进行管理的时候，我们一直力争维护的公司治理方面的规定已经被包含在内，因为公司在过去就经历过这些问题。"

西蒙兹教授认为，董事会应该积极鼓励辩论和重视来自非执行董事的少数观点，但是，"为了保证对股东信息披露完全而开除少数人的这种做法是危险的……让股东知晓问题不应当是种罪过。当事关股东和公司利益的时候，非执行董事最重要的责任，就是向股东畅所欲言。"

他从为保护伊马普公司未来价值提出的一些建议中得出以下结论：

- 迅速正视继任问题。
- 限制董事会开除董事的权利，必须获得 100 % 的投票率。
- 修订条款，至少设置 5 名非执行董事。
- 期望对所有治理变化都有全面而清楚的解释。
- 反对对股东亚群体的任何私人承诺。
- 欢迎少数人真诚的言论，这些言论不是罪行。
- 任命一些在其他公司担任执行官的人担任非执行董事。

在《金融时代（Financial Times）》颇具影响力的法律专栏写道，投票"对于两个勇敢无畏的男人来说是打在脸上的一记耳光"，全体股东大会的结果"对于其他试图对非执行董事不予理睬的公司来说，是不幸的消息"。

伊马普公司的争论突出了一元董事会结构内生的压力，在这个结构中，非执行董事拥有控制职能。为了保持这种压力的创造性而不是毁灭性，对于双方来说都是挑战。

一个理想的董事会的优点是共同掌权吗？尤其是比独立更重要吗？这两个优点如何达到和谐？

如果一位非执行董事强烈地反对大多数董事的意见，他的选择是什么？如果他安静地辞职会有什么好处？但是如果他畅所欲言，是否会损害公司利益？（牢记住通过迫使伊马普公司召开全体股东大会开除他们，不同政见给公司带来相当可观的花费，而这些费用是要股东承担的）

一位董事是否应该遭到解雇，因为持不代表股东利益的不同意见？

如果少数非执行董事公开畅所欲言但是又很友善，公司会受到侵害吗？

非执行董事是为股东的意愿服务，还是为管理层的意愿服务？

实际上，伊马普公司事件是不是一个代表公司民主的优秀广告？毕竟，股东们做出了最终决策。

政治上的民主已经设计了许多系统（比如《美国权利法案(US Bill of Rights)》）维护少数人的利益免受多数人意志的侵害。一个董事会可以遵照类似的体制运作吗？如果一家公司真的处在专制的多数人控制之下，有没有结束这种局面的方式？

董事的薪酬

在大公司董事会任职的董事通常可以获得40 000美元的佣金。根据1999年斯宾塞·斯图亚特报告可知，旅行者集团（Travelers Group）董事的佣金最高，达到100 000美元，全部用股票支付；蒙桑托与西尔斯公司（Monsanto and Sears)为90 000美元，部分用股票支付；美国铝公司（Alcoa）为85 000美元。而微软公司（Microsoft）董事的佣金比较低，只有8 000美元。其他常见的津贴包括用于教育/慈善的赠品（占43 %）、人寿保险（占11 %）、有配偶相伴出席董事会会议的旅行费用（占16 %），还有其他一些补助。许多公司除了支付佣金之外，还给予董事股票权。绝大多数公司在董事购买其产品时给打很大的折扣。如果公司的产品是圆珠笔，那么折扣的价值不大；如果是一家航空公司，那么折扣意味着无价。零售公司的董事会得到免费商品或者折扣。让我们来看一下通用汽车公司的例子（参见本书第六章）：在通用汽车公司，每90天董事就会得到一辆新汽车。有一些公司，尤其是处在转变时期的公司，开始完全以股票作为董事佣金，这些公司包括苹果计算机公司（Apple Computer）、赖特·艾德公司(Rite Aid)公司、坎贝尔·苏普公司（Campbell Soup）、旅行者集团、美国国际电话电信公司（ITT）、特赖邦公司(Tribune)以及高露洁—棕榄公司（Colgate — Palmolive）。

尽管如此，对于这么一项工作时间一年不超过两周的工作，尤其是对于那些除了专职工作还兼任几家公司董事之职的人来说，这样的薪酬真是太慷慨了。在克林顿总统（Clinton President）过渡班子担任头目的弗农·乔丹（Vernon Jordon），1992年在9个董事会任职，可以获得504 000美元的酬金；而且即使1993年他从董事会的职位上退下来，每年他也将获得160 000美元的退休金。董事们也经常从他们任职的公司，为他们的法律事务所、咨询公司或者投资银行拉到业务。

以上这些支付方案很少与公司的绩效挂钩，当然也不与董事的绩效挂钩。不管发生什么事

情，董事都会得到他的佣金和酬金。当公司绩效好的时候，他的薪酬不会增加；当公司绩效不佳的时候，他的薪酬也不会降低。这样的支付方案缺乏激励机制。在一些董事薪酬中，股票部分所发挥的作用有限，还不足以把公司绩效提到重要位置。因此，不仅大多数董事在公司股票上没有得到应有的份额，而且传统上他们的报酬尚未与与股东的利益达成一致。

在过去 10 年中，董事绩效有两个主要变化，这两个变化都与股东的关注相关。第一个变化是更多的董事通过股票或者股票期权的方式获得报酬，这使得董事利益与股东利益趋同。第二个变化是董事的退休计划，从 1986 年到 1991 年间得到双倍扩张，已经差不多消失了。一份 1995 年国家公司董事协会（ National Association of Corporate Directors ）的报告建议，董事会应该确立董事享有真正股权的目标，单一用股票和现金作为股东报酬，逐渐瓦解利益计划，减少其他支付方式（咨询、法律费用），而且对支付过程和董事报酬的构成进行全面披露。公司正缓慢朝这个方向发展。

董事所得到的股票既不是礼物，也不是其他津贴（如退休金）的替代品，明确这一点很重要。否则，股票仅仅成为一种少量报酬补助与另外一种报酬补助相交换的方式。只有在直接而明晰地确立与目前报酬标准相对的价值激励机制的情况下，“利于获得股份”（ to facilitate share Pacquisition ）计划才有意义。正如格雷夫·瓦里斯特尔 (Graef Crystal)写道：

> 从本质上来讲，让董事持有更多的股票不是一个坏主意。但是我非常怀疑，那些奋力推进持股计划的评论家是否考虑到了一些董事的资本贡献方式，可能会消减外部董事的现金报酬，而用相等的经济价值替代享有股票。我甚至更怀疑，这些评论家并没有考虑让外部董事继续获得现金报酬，而是另外让他们免费享有股票和股票期权[⑧]。

如果与股票相关的股东报酬(以股票期权或者直接授权的形式)计划没有得到精心策划，可能会导致股价短期增长，而这种增长是以牺牲公司长期发展为代价的，比如大量减少研究与开发 (R & D)。采用有限制的股票奖励方法可以解决这个问题，也就是说，在董事从董事会退休之后享有 12 ~ 36 个月保留退休金的权利。当前的发展趋势就是，最高以当前股价的 50 %延期或者转换佣金和酬金；但是，这些持股计划需要经过周密考虑，以确保这些计划不会防碍董事会限制那些不想在董事会任职的董事任期的能力。实施持股计划最重要的目标是保证董事承担足够的财务风险，这样他们就会像股东一样考虑问题。布朗兄弟·哈里曼公司 (Brown Brothers Harriman)的劳伦斯·塔克 (Lawrence Tucker)在一家董事会担任董事之职，该公司的其他外部董事在公司的人均投资达到将近 100 万美元。他说：“相信我，董事会十分关注公司发展……在我一生中我还从来没有看到这么快就把便携式计算器拿出来的情况。”[⑨]

当前董事会和公司面临的最敏感、最复杂的任务之一就是董事报酬问题，因为从定义上来看，董事会成员不可能毫无冲突地考虑这个问题。正是因为这个原因，许多观察家，包括全国公司董事协会下属各蓝带委员会(Blue Ribbon Commissions)，如首席执行官薪酬和绩效评估委员会、董事会薪酬和绩效评价委员会、董事薪酬和绩效评价委员会，建议董事会应当采取程序上的保护措施以保证信用，包括加强信息披露、监督与更加依赖以股票为基础的支付方式。实施这些保护措施的选择包括：在代理声明书中董事报酬的完全信息披露，有证明这一方法有效的支持数据，有时提交董事报酬计划要接受一位独立专家（不是公司或者董事报酬顾问）的审查，

在代理声明书中公布审查概况。但是，即使是做到这一点还不够，除非股东认真地审查董事支付的披露信息，并且对于那些赞成少量支付计划的董事扣交投票作为回应，提交决议以确保董事支付计划的设计满足董事和股东的利益一致。

如何才能实现这些改进？股东、经理或董事他们自己开始协调董事报酬与公司绩效相一致的动机是什么？与董事绩效相一致吗？

相互关联

正如上文所提到的，最常见的董事类型就是由另外一家公司的最高执行官担任。在资产达10亿美元的公司中，有86%的公司董事会至少包括一名另外一家公司的首席执行官／首席运营官[8]。这种现象意味着，一家公司的经理人监督另外一家公司的经理人。虽然这种现象可能会带来普遍的利益冲突，至少从表面上来看是这样的；与这些潜在的冲突相比，公司高层管理者给董事会带来的有关发展趋势及交易的知识可能更重要。可是，棘手的是相互担任董事的经理人引发了一系列更微妙的冲突[9]。有65%的外部董事同时在两个或者两个以上的董事会任职，有89%的内部董事在其他公司董事会担任外部董事。有1/5的董事在4个或者4个以上的董事会任职[8]。1993年，《纽约时报》（New York Times）甚至发现有5对公司存在执行官互相在报酬委员会任职的现象[8]。在这里，我们引用路易斯·布兰代斯（Louis Brandeis）法官的话："盘根错节的董事关系是许多罪恶的根源。"[10]例如，可以参见美国万国宝通银行（American Express）有关公司董事会成员讨论的案例研究。银行首席执行官詹姆斯·鲁宾逊（James Robinson）尤其要依靠联合太平洋公司（Union Pacific）的首席执行官德鲁·刘易斯（Drew Lewis）的支持。鲁宾逊不仅担任该公司的董事，而且在报酬委员会任职。这个案例描绘了许多其他关系，而这些关系会对美国证券交易所（Amex）外部董事的独立性造成损害。对于这个问题，也可以参见有关卡特·霍利·黑尔（Carter Hawley Hale）的案例研究，这个案例说明面对接管的时候，菲利普·霍利是如何依靠美洲银行（Bank Of America）的支持来解决员工股权投票计划，答案就是霍利在美洲银行董事会执行委员会任职，而且担任报酬委员会主席。

时间与金钱

事实上，因为许多董事不能投入足够的时间或者资源，所以董事监督管理的能力被进一步消弱。以下评论是由两位美国最敏锐的公司董事会评论员做出的，一位是纽约瓦克特尔、利普顿、罗森与卡茨公司（Wachtell，Lipton，Rosen & Katz）的马蒂·利普顿，另一位是哈佛商学院高级主任助理杰伊·洛施。他们认为：

根据我们的经验，在董事中最普遍存在的问题是他们没有时间履行职责。典型董事会每年碰面的次数少于8次。即使在正式董事会之前或之后也召开各委员会会议和非正式会议，董事在每次会议上以及会议前后花费的时间合起来不足一个工作日。更有甚者，许多董事会把这点有限的时间全用在管理层的报告和各种仪式上。事实上，外部董事在一起的这点有限时间并没有用来在他们之间或与管理层／内部董事相互交换意见[11]。

利普顿和洛施接着又谈到，对于董事来说，要想把自己的工作做对，他／她每年在工作上至少需要花费 100 小时的时间。但是由于许多董事不仅仅在一个董事会任职，再加上除此之外他们还有自己的全职工作，所以他们不可能拿出这么多时间。

正如前文所提到的，根据科恩／费里咨询公司 1992 年对“财富 1000 强”董事的调查，超过 20 %的被调查者在 4 个或者 4 个以上董事会担任外部董事。设想一下，一个忙碌的经理，有一份重要而且专职的工作，同时又在 4 个董事会任职。他能够为公司之外的董事会拿出 400 个小时（也就是说大约 7 周，每周 60 小时）的时间是不可想象的。事实上，这个经理为每一个董事会拿出的时间远远少于 100 个小时，这些时间对于从事董事工作来说还远远不够。但是从理论上说，希望他能够做到这点。

虽然没有能够为许多董事会服务的“超级董事”（super - directors），但是从科恩／费里咨询公司 1992 年的调查可知，有一位董事同时在 11 个董事会任职[42]。前国家安全部长费兰瓦·卡卢奇（Frank Carlucci）先生就曾经在 20 个盈利性公司董事会和 12 个非盈利性公司董事会任职，而且除了这些兼职之外，他还专职担任卡莱尔集团（Carlyle Group）的主席。据《华盛顿邮报》（Washington Post）报道，1992 年卡卢奇在每一个工作日都要参加一个董事会会议，其中包括一次他在其医生的候诊室中通过电话参加的董事会会议[43]。我们认为没有一个人，不管他是不是天才，能够做到在多个董事会任职，并且能够有效地监督每一个管理者。

就像不能付出时间一样，许多董事没有能力或者不愿意付出金钱。如果董事是股东的代表，那么要求他们成为股东也不过分。外部董事最好持有资本净值的一小部分，最糟糕的是仅仅象征性的持有股票。例如，在威斯丁蒙斯公司（Westinghouse）公司 1993 年的年会上，罗伯特 A.G. 蒙克斯（Robert A. G. Monks）（本书的一位作者）宣称，整个董事会董事占有的公司财产共有 300 万美元，相当于 300 多万股票，而这个数字几乎是所有外部董事所占有公司财产总和的 3 倍，包括费兰瓦·卡卢奇的财产，因为他在董事会任职的每一年都投资 8 000 美元。根据“公司图书馆”（The Corporate Library）网站资料库的信息，在所有公司董事会中至少有 850 个董事根本没有持有股票[44]。

对于董事来说，在时间或者金钱上贡献这么多就足够了吗？谁是决定多少才是足够贡献的以及如何能够使这个决定生效的最佳人选？

从以上这些实例中可以看出，尽管董事们关注名誉和个人尊严，但是在评估和监督管理层问题上，他们缺乏足够的动力。一项有关调查曾提出这样的建议，董事不应站在不持股的角度看待问题。1999 年，对“财富 1 000 强”的董事们所做的调查表明，有 69 %的被调查者认同“不管董事们是否拥有同等的公司财产，但是他们可能有代表股东利益的同等义务”[45]。

危机中董事所扮演的角色

有当公司面临像业绩损失惨重、敌意并购这样危机的时候，董事会的董事们才会受到关注。而当公司面临危机的时候，常常出现的情形是董事们似乎只是关注，而无所作为。人们似乎并不关心身为一名董事，他应该做些什么才能预防危机。这似乎也表明，董事们关注自己名誉的问题并没有得到解决。1989年一项对董事的调查显示，董事们自己认为IBM董事会和通用汽车董事会是最有声望的[16]。而并非巧合的是，这两家公司都有相同的经历，也就是说在公司不景气的时候，董事会并没有做出明显的反应。

最近，情况出现了一些变化，如通用汽车公司的董事会替换首席执行官的决定，对于其他董事会而言，这件事多少意味着是一个挑战和一项授权。正如我们在本书第二章所论述的，从1992年9月到1993年12月这段时间似乎成了首席执行官的渔猎期。通用汽车公司、威斯丁豪斯公司、美国万国宝通银行、IBM、伊斯门·柯达公司（Eastman Kodak）、斯科特纸业公司（Scott Paper）以及博登公司（Boarden）的首席执行官们都因为公司长期不景气而面临辞职的压力。媒体把这些变动称之为董事会能动性的重大突破[17]。在所有这些案例中，董事会采取必要果断行动的时间仍然太晚了。在IBM公司，只是当公司市场价值在6个月中减少了一半，随后在1992年损失50亿美元的情况发生之后，艾克斯（Akers）才引咎辞职的。在美国万国宝通银行，鲁宾逊那种不计后果的财政膨胀长达17年之久。最近，尽管连续业绩不佳，但是马特尔公司（Mattel）、威斯特管理公司、奥西登塔石湖公司（Occidental Petroleum）以及奎克·奥茨公司（Quaker Oats）的董事会允许各自的首席执行官继续留任。

为什么董事会需要花费这么长时间才能对这些根深蒂固的竞争问题做出回应？更进一步说，如果董事们的首要责任之一就是对首席执行官的绩效进行评估，那么为什么董事会在采取行动之前，需要等这么长时间才能验证管理层的无能？

威廉·E·艾伦（William E. Allen）法官在特拉华州法院担任首席法官，同时也是公司治理法律问题方面的知名专家，在1991年的一次演讲中，他谈到“火警”问题的时候讲到：“我认为董事会董事们的责任严重不足。他们忽视了最基本的责任，即信息灵通地监督高层管理者绩效的责任。外部董事应该积极地监督公司管理层，不应该只是当公司处于危机的时候才履行职责，而是应该连续不断地履行职责。”

董事会没有能完全履行监督角色的重要原因之一，也是一种最无形的东西——董事会文化。我们认为“文化”是属于董事会的心理学的范畴，也就是一种组织氛围，它阻止组织中任何一个成员公开反对大多数人的意见。正是因为有这种文化存在，导致董事会被世人谴责为“大孩子”（old boys）俱乐部。

当公司的首席执行官控制董事会议程、信息、报酬、成员组成的时候，公开与管理层作对是很难的事情。相关案例参见本书第三章的内容，假设有这么一些外部董事，他们关注首席执

行官在实施失败收购以及取消董事会会议方面的决策，一旦他们发现他们的同事就是因为提出了这些问题才离开董事会的，他们就会明白在这些或者其他问题上如果没有做好从董事会离职的准备，就不能公然与首席执行官对抗。当然，这种情况也是双方面的——如果时机成熟，董事会挑选新的首席执行官，因此，他们也不愿发现首席执行官不能胜任这个角色。

1989年在英国的一次调查发现，有1/3的董事赞成在大多数董事会中“不捣乱”，即意味着保持沉默。这次调查也发现，事实上所有董事会的投票都是全票通过；在现代董事会中，不同意以及“我们必须赞同不同意”的意识遭到强烈反对。正如一位首席执行官提到的：“我常常说我的董事们能够当选，并且投票的时候只从两种方式中选其一，要么选择‘同意’，要么选择‘我弃权’。”[8]以下是纽约律师艾拉·米尔斯坦（Ira Millstein）和前律师温思罗普·诺尔顿（Winthrop Knowlton）对这个问题所做的精辟总结：

> 从理论上来说，董事拥有极大的权力和能动性。他们能够以各种方式帮助实现公司的使命，当然要以他们能够造出似乎可信的证据以证明他们充分重视对股东的基本责任为前提。他们能够而且也能做到激励首席执行官制定长期计划。如果不欣赏这些计划或者首席执行官实施计划的方式，他们也能够解雇首席执行官。他们能够借助很多复杂的激励措施，包括加薪、红利、股权、各种授权，敦促管理者达到更高的绩效标准。可是在内心深处，他们觉得他们的角色受到很大的限制。他们认为，他们没有足够的时间来很好地了解公司的产品，尤其是了解这些产品的真正竞争力。他们没有足够的时间巡视公司所有的工厂，没有时间同中层管理者交谈，没有时间倾听其他的意见。在理论上，尽管他们能够批评首席执行官，处罚首席执行官，甚至解雇首席执行官，但是这样做有巨大的阻力。这是他们自己挑选的人，而且这个人拥有的信息远远超过他们，这个人经常把每一个工作时间都放在公司事务上（令人感到惊讶的是，这也是遭到许多公司批判的），他需要董事会的所有支持。公司的一些外部董事，曾经管理过或者可能仍旧正在管理他们自己的公司，对于这个问题特别敏感[9]。

米尔斯坦和诺尔顿进一步提出：

> 董事会的活动是积极的还是很消极的，董事会只是对危机做出反应还是对各种具体问题都做出反应，限制他们在休息时间的社交活动，甚至仪式的审查等问题，主要取决于什么样的人担任董事、首席执行官的性格和办事风格、过去董事会的实践以及特定公司所面临的挑战[10]。

要了解有关上述问题的更多实例，请参见本书结尾部分的美国运通银行、卡特·霍利·黑尔荷利公司、威斯特管理公司和宝丽来公司的案例研究。

“独立”的外部董事

在过去20年中，董事会具有代表性的发展趋势就是增加了“独立的”外部董事。尽管对“独立”的规定多种多样，但大多数人认为，为了达到“独立”，除了在董事会任职之外，董事必须和公司没有任何关系。这个规定不仅把公司的全职员工排除在外，而且排除了员工的亲

属、公司的法律顾问、银行家以及咨询顾问；有些对外部董事的规定还包括和公司供应商、顾客、债务人或者债权人，或者关联董事相关的人；有些规定还包括了公司慈善捐赠的直接或者间接接受者，像大学或者基金会的领导。Faulk & Co. 公司有关独立董事与公司绩效之间的关系报告提出，对于任何董事来说，如果他持有公司5%或者更多的股票，他就不能算是独立的。这个限定的标准最与众不同，如果按照大多数人的观点，这是完全与结果相背离的。有一些规定限制的非常多，甚至差不多要求首席执行官与独立董事的候选人从未谋面。这些规定所依据的理论是，如果董事是首席执行官的朋友，他很难做到公正，就像身为公司员工很难做到公正一样。

20世纪70年代，董事加入了公司高级职员犯罪的队伍。水门事件（Watergate）使得一些违法的竞选捐助公布于众。在国际领域，为了避免竞争，也出现了公司贿赂外国官员的丑闻。令观察家们感到困惑的是，董事会的工作就是预防这些犯罪，但是，为什么董事会未能履行他们的职责呢？

学术界、投资者以及其他人士开始关注独立董事的重要性。这里的独立董事是指从根本上与公司不存在雇佣关系的董事。外部人不依赖首席执行官给他们升职，也不依靠首席执行官获得法律或咨询业务，因此，相对来说，他们不受利益冲突的限制，就能更好地保护所有者的利益。这种理念促使公司在美式董事会中增加外部董事的数量，更为重要的是增加标准董事会中外部董事与内部董事的比例。公司的辩护者和批评者都认为，至少从理论上来看，如果外部董事在董事会中能够占据主导地位，他们就能更好地防止任何高层管理者滥用职权的倾向[51]。不管对错与否，在公司董事会中增加外部人对内部人的比例的观念已得到普及。在过去20年间，美国董事会的实践证明了独立外部董事的权力已经得到显著增长——在1973年，通常董事会中内部人占到了38%；而现在这一比例已经降到了25%[52]。然而就像我们在本书后面章节所探讨的，这些董事一直不愿意使用这个权力。“独立”也可能意味着“漠不关心”。这方面最新的发展动向是，不仅要确保董事会拥有独立董事，而且要设置一个组织框架，以便独立董事更有效地实施监督职能。

1978年，纽约证券交易所要求每一家上市公司必须设置审计委员会，其成员主要由外部董事组成，可以说，这一规定是对独立董事的重要性造成重大影响的早期改革措施。这项规定迫使公司在董事会至少要设置两名外部董事。根据1990年斯宾塞·斯图尔特调查公司对董事会的调查显示：“在20世纪80年代，外部董事与内部董事的比例一直稳步增长，至1990年达到了一个新的高度。”

1980年：20个董事会外部／内部的比例为3：1或者更多。
1990年：51个董事会达到了这一比例。

1980年：20个董事会外部／内部的比例为4：1或者更多。
1990年：40个董事会达到了这一比例。

这一比例还在继续增长，正如许多公司治理专家所建议的那样，除了首席执行官之外，董

事会应该全部由独立的外部董事组成。其他迹象也表明，外部董事日益成为公司董事会中一支占据主导地位的力量：

1980年：7家董事会设置了一个或两个内部董事，51家公司有6名或多于6名内部董事。

1990年：27家公司设置了一个或两个内部董事，24家公司设置了6名或者多于6名内部董事。

斯宾塞·斯图尔特调查公司得出了下列结论："从1980年以来……所有SSBI公司的内部董事总数已经从584减到410，减少了将近30%。"[8]关联外部董事的数量也减少了。

1980年：在32%的董事会中，存在公司自己的外部律师担任外部董事的现象。

1990年：这一比例已经减到21%[9]。

20世纪90年代，内部/外部董事的比例继续增长。现在，一些董事会（在1993年斯宾塞·斯图尔特调查公司的调查中，100个调查对象中有14家存在这种情况）中只有1名内部董事，即首席执行官[10]。

这一现象到底意味着什么呢？"独立"是不可能从代理人所提供的有限的信息中辨别出来的，一名与公司无关的董事可能保持中立。虽然有许多有关外部董事的理论和一些数据，但是他们的作用仍旧很难定量化，而且这个方面的研究也很有限[11]。

相关案例：西尔斯(Sears)公司

1991年，本书作者之一的罗伯特A.G.蒙克斯担任了西尔斯公司的独立董事，他发起了一项活动，这时对管理层所挑选的独立董事的"独立性"的问题才提出来。在西尔斯公司，首席执行官同时兼任董事会主席、最大运营部的首席执行官、董事会提名委员会的主席，如果独立董事不由管理者挑选，就会对西尔斯公司550万美元的预算造成威胁（这个数字是蒙克斯所做预算的22倍），并最终取消他的候选资格（参见第六章的案例研究）。

1971年，哈佛商学院教授迈尔斯·梅斯（MylesMace）所做的董事会研究具有划时代的意义，该研究认为董事只不过是"公司这棵圣诞树上的装饰"。他的这一观点与某家公司主席曾经提出的"董事是鱼身上的香菜"的观点不谋而合[12]。自从梅斯提出这一观点之后，事情发生了显著变化，但是，董事们在真正拥有代表股东利益的权力之前，仍然有漫漫长路要走。

尽管对增加外部独立董事进行大肆宣传，但是董事会在有效监督管理层方面尚未取得成功。诚然，首席执行官/主席掌握董事会大权，董事们大多看他的脸色行事。这并不意味着董事们无所作为，或者他们不能监督管理者滥用权力。但是事实上，董事会大多被动行事，而非主动行事。

米尔斯坦和诺尔顿提出以下观点：

> 我们认为，大多数董事们被迫花费大量自己的时间按照"数字"和"书本"行事，无休止地核查财政结果，确保行事无误，以及主要借助消极功效为公司提供帮助，如降低风险、防止

过分的错误、确保一切“井然有序”，以达到帮助公司的目的[8]。

当然，也并非所有的董事会都没有成功地履行监督管理层的职责。下面我们就来看一个实例，在这个例子中，董事会在解决公司问题上就采取了主动。

相关案例:康柏计算机公司（Compaq Computers）

作为一名风险资本家，本·罗森（Ben Rosen）在康柏公司拥有相当数量的投资，他在公司董事会担任非执行主席。公司股价暴跌之后，再加上康柏第一季度亏损，管理层和董事会之间出现分歧，问题主要集中在公司应该如何应对面临的危机。董事会认为公司需要从根本上调整战略，而且要迫使公司的创建者兼首席执行官——罗德·卡尼恩（Rod Canion）辞职。到了下一年度，公司收入大幅度增加，股价也成倍上涨。在对众议院（the House of Represenatives）的证词中，罗森认为一个强有力的董事会应符合以下标准：

（1）拥有一位外部的、独立的董事会主席；除了首席执行官之外，所有董事应该由外部人担任。（2）如果董事会成员拥有一定的公司所有权，那么使他们与股东自然结盟。（3）首席执行官不在关键委员会任职。（4）为了提高运作效率，董事会的规模要相对小一些。此外，交互董事资格，即使没有废除，也不应该提倡。

康柏公司就拥有符合以上标准的董事会，在公司困难时期起到了举足轻重的作用：

康柏计算机公司经过一段飞速且盈利发展之后，由于市场发生了根本性转变，公司陷入了严重的困境，这主要是由于我们以往的成功经验与顾客新的需求错位。在这种情况下，董事会和管理层在公司基本发展方向上第一次产生了分歧。由于董事会全部由外部董事构成（首席执行官除外），董事会主席也没有让首席执行官担任，而且规模较小（有7名成员），所以能够客观冷静、而且完全站在公司利益的角度行事。董事会迅速做出反应，剩下的事情，正如他们所说的，就是历史了[9]。

如前文所述，10年以后，康柏公司又面对同样的问题，而且用同样的方式解决——替换首席执行官。这个例子算不算是成功董事会的证据？或者说是由于董事会的失误才让问题发展到这一步的证据？

这种情况也在Sunbeam公司出现。该公司董事会一发现公司财务报告有问题就快速做出回应。参见伊斯门·柯达公司、通用汽车公司和西尔斯公司、锐步公司(Roebuck)的案例研究。

如果这些公司的董事会遵从罗森的指导方针，那么是否还会遭受如此长时间的、如此严重的损失？如果每一个董事都像康柏公司的罗森那样拥有公司一定的股权，那么这3家公司又会发生什么事情？

在Sunbeam公司，首席执行官艾尔·邓拉普（Al Dunlap）强调，他的董事们持有大量股票。这种情况所带来的最终结果是，董事会像他期望的那样运作，也就是说，董事的利益与股东的利益结合在一起，董事们不考虑他的存在，就快速果断地做出反应。

我们在本书前面的论述中已经看到，董事会系统是如何合谋与所有者利益的真正代表进行

对抗的?

在这方面，股东能够做些什么？如果董事会不能代表所有者，那又会发生什么事情？谁又来监督担任监督者的董事？

在公司结构安排上，有两项规定用于确保董事在代表股东利益中真正地发挥作用，这两项规定就是选举程序和信用标准。

董事的选举

在理论上，董事就像政客一样要由选举人选举产生。就像典型的民主政治一样，董事的选任体系就是基于这样的假设，如果股东不赞成他们的代表，他们就会“发出嗡嗡的声音”(throw the bums out)。

正如在上文提到的，大多数评论家认为选举程序尚未成为一个有效的机制，能够保证董事代表股东的利益。爱德华丁·爱泼斯坦 (Edward J. Epstein) 认为股东选举“在程序上与北朝鲜共产党的选举非常相似，而不是西方民主政治中的选举”[9]。现实情况也支持了他的这一观点。管理层决定候选人的名单，这些候选人不会与他们对着干，而且清点投票的工作也是由管理层来完成。经理人甚至对股东的投票情况一清二楚。投票一结束，经理人就会打电话试图说服（或者施加压力）那些投票反对他们的人。当然，管理层能够利用公司的财产为管理层寻找候选人以及为候选人参加选举提供资助，而任何反对他们的人必须自己出钱参加选举（对于最终能够获得成功的持不同政见者来说，一旦他们当权，常常要偿还选举所花的费用）。管理层能够得到股东的名单；尽管在 1992 年美国证券和交易所委员会改变规则之后，这种情况就几乎没有了，但是一个持不同意见的股东要面对重重困难（见第六章西尔斯公司（ Sears ）的案例研究）。

在本部分，我们要看一看为了降低股东投票权的效力，选举系统是如何操作的？正如上文所提到的，事实上，这与其说是选举，不如说是批准，因为在超过 99 % 的选票中根本没有对管理层提出的候选人提出异议的。所以，这种“选举”实际上只是走走形式。除了极少数代理人提出质疑的案例之外，一旦那些想要控制公司的人提出（以及在资金上支持）董事候选人名单，被提名者就会百分之百当选。股东也不能向没有遭到反对的董事投票说“不”，他们只能不支持而弃权，而且他们的弃权也无足轻重；只要有一个股东投一张赞成票，那么那些没有遭到反对的候选人就可以当选，不管有多少股东不支持他们。

更有甚者，公司经理人常常试图限制股东的投票权。他们认为公司不能由公民投票控制。但是，把公司当作“市政厅”一样治理与允许股东在属于他们的公司治理中有发言权之间是存在差异的。

我们应如何界定这种差异？谁应该对它进行界定？

交错性董事会

一直到20世纪80年代中后期，由每年的股东大会选举董事才成为通行惯例。因此，董事将会年年继任，一直到他退休或者提名委员会终止对他再提名为止。

然而，接管时代却增大了入侵者接管公司的可能性，因为入侵者可以凭借一份分散的董事提名名单，寻求那些对管理层提名之外的持不同政见者投赞成票的股东选票。

作为一种防护措施，公司开始实行为期3年、分3个阶段错开的组进行董事提名。因此，董事会把董事划分为3个组，或是3类，每隔3年，这3个组的董事会各自被提名重新选举。因此，购买公司的人为了获得对董事会的控制，将不得不连续3年控制一份持不同政见者的名单，这也就意味着这是一个不可能长期保持的敌意竞标。

到了20世纪80年代后期，这一惯例变得尤为普遍。截至到1991年，有51%的典型公司每3年选举一次董事，而1986年的这一比例仅为33%[6]。此后，马萨诸塞州颁布了一项法令，要求所有在本州注册的公司要采用交错性董事会结构，其目的是为了保护当地的公司免受未来敌意收购者的侵害。

在采用交错性（或者分类）董事会结构中，管理层认为这些改变能够保证董事会的“连续性”。这一做法却忽略了事实，因为应该由股东决定是否希望他们的董事继续担任他们利益的代表。

证券交易委员会的经济学家们所进行的研究也支持了这种观点，认为分类董事会与股东利益正好相反。这些研究证明了采用分类董事会可能会导致股票价值的损失[7]。然而，还有更大的责任问题。股东倡导者相信所有者有权每年对所有董事进行表决[8]。他们认为交错的董事会虽然保护董事免受入侵者的伤害，但是，这种结构也同时“保护”了董事会而伤害了股东。为了加大外部人向股东提供选择的难度，交错性董事会结构对于股东来说，在董事选举中很难发挥作用。

秘密投票

对于许多股东而言，由于存在政治与商业两方面的利益冲突，所以秘密投票成为一个重要的问题。只要是由管理层（或者他的代理人）清点非秘密选票，这些冲突就会产生。在绝大多数公司（虽然数量有所减少）中，这是占据主导优势的惯例。因此，投票一开始，公司经理人就会知道哪个股东已经投完票了，以及股东们是如何投票的。由于一直到统计选票之前的任何时候都可以提出新的代理人人选，那些恰好与公司有尚未确定的密切业务关系的股东们就会承受强压。对于公司来说，拜访持不同政见的股东并说服他们投票支持管理层已经成为一种惯例[9]。（参见本书第二章有关机构投资者利益冲突的讨论）。但是，对于收益的所有者来说，比如那些参加养老金计划或者投资共同基金的个人，不会感到投票的方式会影响到他们的利益。正是出于这个原因，机构投资者容易屈从压力，轻而投票支持管理层。

许多公司已经采用了一些秘密投票的方式，部分是因为公司界认为这件事对于他们来说几乎不费什么事，而对于股东中的激进分子来说则举足轻重。但是，其中一些政策行文限制得非

常多，许多政策在代理人上出现争执，确切地说，是秘密投票支持者认为这些政策在最需要的情况下无法实施。

劳动部指定 ERISA 信托公司监督代理人雇佣短期资本经营者投票支持他们的行为[65]，这件事意味着短期资本经营者必须向信托公司披露他们的投票情况。但是，在这个规定中，存在两个重要的完全披露不足（或者至少不明晰）的问题。第一个问题是，披露的形式明显过于泛泛。除非 ERISA 信托公司要求更加具体一些，否则信息披露就会成为“与股权计划有关的，管理层支持的代理人获得多少赞成票的问题”，而非“对 Widget 公司提出的股权计划进行投票”的问题。第二个问题是，披露面向的是 ERISA 计划信托，而不是面向收益的所有者、计划的参与者或者公众。诚然，这项规定至少为一些决定经理人使用哪些钱的人提供了信息；而且加利福尼亚州现在要求机构投资者依照本州法律向公众公布他们的代理人的投票情况，以便防止他们出现投票不当的可能性。

为了与绩效信息披露相一致，是否应该规定机构投资者要披露他们的代理人政策？他们代理人的投票信息？信息披露应该面向哪些人？

尽管出台了这些规定，但是选举系统仍垮台了，因为它无法给股东提供任何有实际意义并给董事会带来变革的能力。这也就增加了人们对信托标准的期望，希望信托标准成为公司框架的合法性基础，甚至发挥更大的作用。正如先前所提到的，这个标准意味着在法律上，董事一定要坚定地忠诚于股东，而且必须全身心地追求股东利益最大化。为了更好地了解该标准在实践中的运作情况，我们将在下面的内容中分析其现在面临的最大的挑战：接管时代。

接管时代对董事会角色的影响

在 20 世纪 50 年代，公司律师们感到他们的工作业已全部完成，他们已经无事可做。1962 年，讲师贝尔斯·曼宁（Bayless Manning）提出：“作为智力成果的一个领域，公司法律在美国已经死了。”[66]

然而，25 年之后，接管时代把曼宁的理论推向了高潮。金融工具的出现，可以为任何规模的公司提供资金上的支持，由此给董事们带来了公司史上最严峻的挑战。

当所出现的问题与市场或者研发相关的时候，能为股东带来利益的正确而有效的决策是一回事；而当这些问题与公司是否继续保持当前状态还是被另外一家公司吞并相关的时候，那就另当别论了。如果决策影响到首席执行官工作的安全性，而恰恰是这个首席执行官把你带入董事会的（作为董事，对你自己工作的安全性没有什么好说的），这时你必然不会像做日常业务决策那样做到不偏不倚了。

早期接管在法庭上的挑战产生了司法决议，司法决议反映出人们的关注，即当管理层的利益或许与董事自身的利益相冲突的时候，董事们在行使股东利益代表的过程中遇到的困难。

对反接管早期的挑战导致了判例法的产生，这反映了董事责任的传统理念以及传统的利害关系，即公司经理人和董事们为了保护他们自身利益而产生损害股东利益的自然倾向。在早期

案例中，最为重要的就是超联盟公司（Trans Union）的例子［见史密斯对范·戈科姆（Smith v. Van Gorkom）在本书下文所进行的探讨］，从某种意义上来看，法院制定反对董事们赞成出售公司的规则看起来很草率。因为董事会尚未采取足够措施来确保他们得到了最好的出价，法院就裁定他们没有履行他们的委托责任。在超联盟公司，董事会就是过早做出了让步。

在接下来的一轮兼并浪潮中，在董事会没有及早做出让步的时候就遭到了法院的反对。那些案例，包括雷弗朗公司（Revlon）和乌诺考尔公司（Unocal）公司，就涉及到了董事会努力阻挠接管的情况。当股东提出上诉时，法院就不得不决定当董事会面对购买公司的提议时，是否存在董事会可能采取任何措施对防御动机进行限制。

受托标准与特拉华州因素

特拉华州法庭已经对与接管相关的大部分案件做出了判决，因为大多数大公司是法人公司。其他一些法庭也提出了商业判断规则。例如，纽约法庭规定，凡仅仅为了避免接管而为员工持股计划以及控股子公司发行一批股票违背了忠诚的职责[67]。但是，一般来说，特拉华州法庭对“财富500强”企业有限定，当限制保护商业判决规定的决策可能会导致公司在其他地方组成联盟的时候，特拉华州法庭开始做出让步（见第一章中所提到“特拉华的麻烦”）。

相关案例：超联盟公司

史密斯对范·戈科姆这个具有划时代意义的案例中[68]，董事们在出售超联盟公司的事件上违背了信用职责。超联盟公司的首席执行官，杰罗姆·威廉·范·戈科姆（Jerome William VanGorkom）在没有同董事会中的任何人商量的情况下，就建议公司的潜在购买者杰伊·普里茨克尔（JayPritzker）以每股55美元的价格收购公司。而当董事会开会对这笔交易进行讨论的时候，范·戈科姆既没有告诉董事们，恰恰就是他本人向普里茨克尔提供了这个股价建议，而且他也没有告诉董事们他是如何达成这个结果的。总之，他并没有就这个价格是否最合理向董事会进行征询，甚至没有询问过这个价格是否公平。

大约两个小时以后，董事会通过了这笔交易，但是附带两个条件：第一个条件是在一个“市场检验（market test）”期之内，公司可以接受（尽管不是恳求）另外一个报价；第二个条件是为了鼓励其他报价，公司可以和其他潜在竞标者分享所拥有的信息。

市场检验期很短。在得到董事会许可的情况下，范·戈科姆在当天晚上就签署了合并协议，尽管法庭发现在协议执行期间，范·戈科姆和董事都没有读过这个协议[69]。超联盟公司在其新闻稿中声称“最终的”合并协议是“在股东们赞成的条件下做出的”。

股东们确实赞成这笔交易，但是，有一个股东提出上诉。基层法院的判决结果是支持董事们的行为，而特拉华最高法院推翻了这个裁决，并裁定超联盟公司董事在这个事件上“非常玩忽职守”，因为他们对范·戈科姆是否在价格评估以及合并协议条款的谈判中大权独揽没有做出独立的判断，而且他们自身也并不完全了解交易的整个情况。

这个案例中的问题并不在于决策内容本身；法庭也从未说过每股55美元的价格是太低或太高。事实上，这个问题是个过程。法庭裁定董事没有采取恰当的措施对报价进行评估。市场价格之上的真实溢价、接受其他报价的“市场检验”期限、公司顾问认为如果他们不赞成合并就意味着他们正在违背作为委托人的职责以及股东的投票，都不足以弥补董事会独立评估交易的失败。需要引起大家注意的

是，这是一个难得一见的案例，因为对于董事行为合理性的两次判决意见不一。尽管仍存在分歧，范·戈科姆这个案例成为董事职责的试金石。

范·戈科姆这个案例所带来的主要影响已经体现在决策的过程上，而不是决策本身的内容上。法庭已经非常谨慎小心，为的就是不取代公司董事会的商业判断能力。只要决策程序按部就班进行，法庭就会尊重该程序。但是，程序本身没有什么实质意义。法律公司呈交董事会的例行检查——例行检查是一系列选择权，仅仅“被看作”是一项有力的记录，以备在法庭遇到挑战时使用，而不是为了真正的目的。而且，有的时候记录也并不一定要非常强有力，正如时代—华纳（Time Warner）的案例（见本书第六章）。在这个案例中，一项交易要考虑的所有的、应该关心与思考的每一项重要内容（管理层报酬除外）都和最终达成的交易内容不同。

相关案例：乌诺考尔公司和雷弗朗公司

在乌诺考尔公司案例中[70]，法庭表明要关注“无所不在的忧虑”；也就是说，当公司面临接管提议的时候，董事会出于保护自身利益的目的而采取相应的行动。正是出于这个原因，正在对挑战进行审查的法庭以董事会与高层管理者之间的利益冲突，即他们的利益最大化还是股东利益最大化之间存在的冲突假设为基础，会对任何为了争夺公司控制权而采取的保护公司的行为给与特殊关注。

虽然通常法庭对董事们的“商业判断”给予极大的尊重，在接管案件中（正如在其他可能存在利益冲突的案件中一样），董事们会拥有法律上称之为“提供证据的责任”，因此，他们不得不在法庭尊重他们的决策之前就表明“忠诚以及合理的调查”。他们还要不得不表明他们的决策是被披露的，而与超联盟公司的董事们的行为不一样。董事的决策必须也要符合另外一项测试：他们必须“与所造成的威胁相关”[71]。董事们不能设想用原子弹对付水枪；如果他们这样做了，必然被认为他们的基本利益就是他们自己的工作安全性。

当雷弗朗公司采用毒丸防御[72]，以对抗潘特里·普赖德公司（Pantry Pride）每股45美元的出价的时候，这种行为就是“合理的，而且与所造成的威胁相关”[73]。但是，当潘特里·普赖德公司把价格提高到每股53美元的时候，这些防御措施就不再是合理的了。在这一点上，法庭认为，“显而易见，公司解体是必然的”[74]，而且“董事们的角色改变了，从公司堡垒的防御者变成了在出售公司的时候为股东争得最大利益的拍卖者”[75]。法庭为了判决对白衣骑士[76]有利，对董事们的决策进行种种指责，而这些白衣骑士的出价仅仅比潘特里·普赖德公司的出价多1美元，即使它的出价给持股人带来了更多的保护。“董事们不能通过和有竞争关系的集团玩弄‘心爱的公司’，履行他们对马诺考尔公司应尽的职责。必须允许市场力量的自由运作，这样才能给目标股东资产净值带来可以得到的最佳的价格。”[77]法庭判决，一旦公司被“出售”，惟一一个需要考虑的因素就是对于股东的最佳价格；任何其他利益都违背了董事们基于信用的忠诚职责。

法庭专门提出了“利益相关者”（stakeholders）问题。如在本书第二章中所论述的，非股东在公司同样也有利益，而且他们在董事会这个层次上寻求提高这些利益。法庭认为，尽管董事会也许考虑了其他利益，“在这个特权上有基本的限制。假设对于股东而言存在自然产生的、合理的相关利益，在这种条件下，一个董事会在履行职责的时候可能要重视各种各样的支持者……然而，当活跃的竞标者正在进行拍卖，而且拍卖的目标不再是为了保护或维持公司，而是为了把公司卖给出价最高的人，在这种情况下，再对非股东利益给与关注就不合时宜了。”[78]

董事会如何应对

20世纪80年代的接管时代证明了公司控制市场与实践相比，理论化的色彩更重。董事会的董事们与管理层联合在一起共同保护公司，使之免受敌意并购的威胁；但是，具有讽刺意义的是，他们只是拉大了自身与股东之间的距离。截至20世纪80年代末期，绝大多数大公司出现了许多“反接管”措施——统统被称为“鲨鱼驱逐剂（shark repellents）”——这仅仅适于解释管理层；而对于董事会来说，与以前相比，仍旧缺乏必要的解释。正如我们在本书第二章所看到的，这些防御措施是股东活动家出现的主要原因之一，而且化解这些措施是他们主要的早期目标之一。

绿票讹诈

绿票讹诈可能是最不正当的防御接管措施，绿票讹诈迫使股东承担管理层的职责。“绿票讹诈”听起来特别像“黑色邮件”，尽管实际上它更像勒索。有某个人在公司认购了大量股票，并且开始显山露水，也许扬言要接管公司。公司管理层对这个人不感兴趣，所以他们提议出钱让他放弃这种做法，结果公司以超过股票市场价格的相当大的红利做为条件购买他手中的股票。这样，公司的入侵者甚至没有参加竞标就得到了巨额利润；经理人也能保全自己的工作。但是，除此之外的其他股东却被抛弃了，而且他们所面对的市场交易价格常常会下挫，因为平息不满的声音需要花费大量现金。

有关绿票讹诈的最早支付事件之一发生在1984年。巴斯兄弟（The Bass brother）已经获得了美国得克萨斯石油公司（Texaco）9.9%的股份，而且有兴趣收购剩余90.1%的股份。得克萨斯石油公司的管理层宁愿支付13亿美元购买巴斯兄弟手中的股票，而这个数字要比市场价格高1 3700万美元。换句话说，巴斯兄弟能够以每股55美元的价格卖掉他们手中的股票，而大多数股东只能拿到每股35美元的价格。这样的支付激怒了后来成为加利福尼亚州财务主管的杰西·昂鲁（Jesse Unruh），他组建了极富影响力的机构投资者委员会（Council of Institutional Investors），该委员会为了增加股东的权力而四处进行游说。

绿票讹诈就是董事会玩忽职守的证据。董事们不应该允许经理人仅仅是为了避免有可能出现的控制失败就挪用大量股东的钱付款。这样的事件十之八九不在于要被巴斯兄弟接管的得克萨斯石油公司的利益，而是应该由市场来决定。更进一步说，大多数股东本应该决定是否把他们手中的股票卖给巴斯公司最符合他们自己的利益。得克萨斯石油公司的董事会本应该让公司股东做出选择。

“毒丸”防御(Poison Pills)

1985年11月，在莫兰诉蒙斯霍尔德国际有限公司（Household International）的案子中，特拉华州高级法院支持公司有权采用“股东权利计划”，或者每个人（公司管理层除外）称为“毒丸”的防御。并且，特拉华州法院允许公司不经股东大会的许可就可以采取“毒丸”防御计划。这些计划通常表现为权利或者授予股东的权利，这些权利只是在有敌意收购的企图触

发之下才有价值。如果敌意收购触发了这些权利，“毒丸”就会赋予股东从目标公司（“投入”毒丸）和/或者潜在的拥有者（“放上”毒丸）手中认购股份的能力，或者向目标公司[“投入”(flip in)毒丸]和/或者潜在的拥有者[“放上”(flip - over)毒丸]出售股份的能力。“毒丸”防御计划不仅保护公司免受自发接管者的侵害，而且作为双重出价，保护股东免受强制管理的制约。

广为应用的放上计划赋予目标股东以过多的折扣，通常只有50%，购买潜在拥有者手中普通股的权利。尽管目标董事会不同意，拥有者是否应该努力进行第二步合并？既然必要的折扣会激发所有的目标股东行使他们的权利并且从拥有者手中购买股份，再加上潜在拥有者的股东会被阻止参与其中，一旦“毒丸”防御计划被触发并且权利被行使，收购者预先存在的股东就会发现他们自己的资产净值利益完全被淡化了，这就是药丸中的“毒药”。

投入计划常常与放上计划结合在一起使用。在触发事件中，投入计划允许目标股东通常以50%的较大折扣购买他们自己公司的股份。因为如果“毒丸”防御计划是由行动触发，而不是得到目标公司董事会的赞同，潜在拥有者不属于参与范畴之内，所以权利是差别对待的。

“毒丸”具有强有力的破坏财富的特征，是一种“世界末日的机器（doomsday device）”。没有哪一个竞标者敢于让这个药丸真正发挥作用。

“毒丸”防御赋予董事会可以对任何投标实施否决的权力，不管投标能给股东带来多少利益。如果董事会反对投标，就会不采取任何行动，只是等着药丸被触发——通常是当一个收购者已经买进了15%或者20%的股份的时候。如果董事会赞成买进，也能简简单单地收回“毒丸”。董事会不需要得到股东的认可，就能制造和收回药丸。因此，尽管我们已经提到股东拥有向任何他们中意的人出售股票的权利，但“毒丸”防御表明股东只能向事先得到董事会认可的人出售股票。

到了20世纪80年代末期，1 000多家公司已经实施了“毒丸”防御计划。与此同时，理论界对“毒丸”防御计划对股东利益的影响进行了研究，但是尚无定论。检测了公司实施“毒丸”防御计划之后的股票价格的变动情况，一些人认为采用药丸会提高股票价值；还有一些人持相反意见。另外一些研究的重心集中在药丸在实践中是如何运作的。一些人认为拥有药丸的公司与没有药丸的公司相比，一般接受更高的接管溢价；还有一些人则持相反意见[⑦]。近些年，随着接管市场的衰退，对“毒丸”等防护措施的需求也相应地减少了[⑧]。正如在本书第二章所提到的，由于成功率相当高，所以股东们一贯倡议要求实施药丸计划[⑨]。还有一些证据表明，放弃药丸的公司会获得短期的正收益，因为市场发现公司已经变得更容易受接管市场规律的影响[⑩]。一些公司，胜过完全取消药丸的公司，已经修改了计划以制造一个“可以咀嚼的”(chewable) 药丸。这种药丸不再是被敌对利益触发的“世界末日的机器”，而是在自发竞标中设置了一定的条件。因此，如果出价完全得到了资金支持，而且对所有的股东都对利，“可以咀嚼的药丸”一般就不会被触发。在很多情况下，这样的措施对股东是有益的，因为它保证了任何有利于公司的出价都是公平的。

其他公司找到了增加药丸毒药含量的方法。1998年8月，门特制图公司（Mentor Graphics）对奎克特恩设计系统有限公司（Quickturn Design Systems）所有的股票采取了一项敌意现金支付出价。与此同时，门特公司宣布在专门股东大会上，它将恳请代理人替换奎克特恩公司董事会的全部成

员。门特公司计划恳请奎克特恩公司的股东依照该公司规章制度中的一项规定同意召开专门股东会议，这项规定就是允许至少持有10%的公开发行股份的股东召开专门股东会议。

奎克特恩公司的董事会很快就做出了决定，认为门特公司的出价不合适，并相应地采取了两项防范措施。第一项措施就是，董事会修改奎克特恩公司的规章制度，规定在其他情况下，股东要求召开的专门股东会议在奎克特恩公司收到申请并判定合法之后，在既不能少于90天又不能超过100天之内必须召开。第二项措施是，奎克特恩公司采用所能制造的、最毒的“毒丸”防御措施。他们的药丸有一个“死手”(dead hand)装置，也就是说任何人，现任董事会或得到许可的董事们除外，都不能对其进行修改或收回。

这种装置所带来的实际影响就是，即使是一个令人讨厌的竞标者在年会上或者专门股东会议上或者通过得到许可的行动，成功地替换了目标公司中大多数现任董事会成员，新当选的董事会也不能通过收回或修改“毒丸”计划，以允许被提议的收购计划继续进行。在另外一个案件中，特拉华州法庭废止了“死手”规定，奎克特恩公司修改了这个“毒丸”计划，把“死手”规定改为“没手”(no - hand)规定或“慢手”(slow hand)规定。绝大多数董事或其他类似事件发生了变化，之后在特定的一段时间内，权力计划不能被收回或修改。然而，这样的规定并不能完全阻止敌意收购，在时间上拖延也许会使即将成为敌意竞标者感到气馁，也许会为形成其他的选择延长了时间。

门特制图公司把奎克特恩公司告上了法庭。法庭认为这个“毒丸”防御计划与门特公司所造成的威胁不相称，所以裁定该防御计划无效。

其他反接管措施

除上述措施之外，还有其他一些接管防御措施也同样保护股东免受像双重出价这样的威迫。比如，一项“公平价格规定”(fair price provision)要求某个收购者对其所购买的所有股份都要支付相同的价格，而不能仅仅为了获得控制权所需的股份数量支付溢价。

另外一项广为采用的防御策略就是“白衣骑士”(white knight)。“白衣骑士”是指友善的第三方，其同意购买相当比例的股票，从而使收购者不能控制这部分股票。宝丽来公司和卡特·霍利·黑尔公司(参见本书第六章案例研究)就是成功应用这项策略的典范。一项与此类似的策略就是制造一个全新的股东阶层，但是这些股东没有平等的投票权。股份可能发行给友善的股东(通常是管理层)，这些股份与普通股相比具有更大的投票权。因此，友善股权也许不能控制股份，但是可以控制许多投票(参见本书第二章相关案例：一股一票)。

其他接管防御措施对股东就不那么友好了，而且给人们留下的印象是目标公司的管理层宁愿毁灭公司，也不愿公司被接管。比如，“王冠”(crown jewel)策略可能导致目标公司自己剥夺自身最有价值的资产。在这种防御措施中，目标公司会卖掉或者“封藏”(lock up)公司最有价值的资产——如它的核心业务。因此，购买者将面对付出昂贵的接管代价、但是得到了没有什么价值的公司这样的结局。当然，这种策略只是以瓜分目标公司为代价才能做到防御接管的。

更具风险的是“吞食”(PacMan)防御，在这种策略中，目标公司给购买者出价。在接管争斗中，使用这种“在你吃我之前我就吃了你”(I'll - eat - you - before - you - eat - me)策略最著名的一个案例就是邦迪克斯公司(Bendix)和马丁·玛丽埃塔公司(Martin Marietta)之

间的接管之争。1982 年，邦迪克斯公司宣称要购买玛丽埃特公司；而玛丽埃特公司则以收购邦迪克斯公司的股权作为回应。几个月之后，联合科技公司（ United Technologies ）也加入了这场收购之争，计划以高出玛丽埃特公司的出价购买邦迪克斯公司。最后，这两家公司都被联盟公司（ Allied Corporation ）收购了。

曾经被采用过的、最稀奇古怪的接管防御策略可能就是被称为“犹太牙医”（Jewish Dentist）的防御措施。这一策略于 1975 年由一流的接管律师乔·弗洛姆（Joe Flom）最先倡导。作为牙科设备制造商，斯顿登特公司（Sterndent）受到了来自外国集团马格斯公司（Magus）的攻击。弗洛姆发现马格斯公司 10 %的股份属于科威特投资公司（ Kuwait Investment Company ）。因为斯顿登特公司的大部分产品是出售给牙医的，而许多牙医是犹太人，因此，弗洛姆指出由阿拉伯人提供资金的接管者会给斯顿登特公司运作带来负面影响，因为公司的顾客会选择其他公司购买设备。弗洛姆也能给斯顿登特公司找到白色骑士防御措施，因此最终马格斯公司做出了让步[83]。接管的原因和影响以及管理层在没有获得股东同意的情况下是否有权反对接管等内容，仍旧是非常有争议的问题。接管律师马丁·利普顿（Martin Lipton）相信，接管时代对于美国公司来说是一场灾难，而且这些措施，如“毒丸”防御，是必不可少的；只有这样，经理人才能在公司运作的时候不需要频繁检查是否存在敌意收购。形成对照的是，入侵者，如 T. 布恩·皮肯斯公司（T. Boone Pickens）公司，则认为接管时代通过让经营不善的公司面临修正的威协，重新构建了市场责任。在许多方面，争论脱离了历史——1989 年随着垃圾股融资的崩溃，现在大规模的接管事件很少，最著名的例外就是本书第六章所探讨的对派拉蒙公司（ Paramount Communications ）的争夺[84]。然而，日渐增强的接管活动确实引发了许多有关董事会角色与责任的新问题。时至今日，这些问题与他们在充满投机色彩的接管时代一样，仍旧相关。

在没有给股东提供任何可选交易的情况下，面对敌意收购，董事会是否有权“说不”？股东是否应该享有在任何情况下向入侵者出售股份的权利？加强使用更复杂、更稀奇古怪的反接管措施，使经理人担负更多的责任还是更少的责任？董事会是否应该让公司与其被接管不如被瓜分或被摧毁？董事会的董事们是否有权保护公司对抗可能存在的敌意收购？阅读有关卡特·霍利·黑尔公司和宝丽来公司的案例研究，探讨这些公司董事会是否应该允许公司被接管？这些公司的股东是否应该自己做出选择？

未来发展的建议

董事会有一个特定的职责范围（见图 3 - 1 ）。学院派、法官、立法者、股东、经理人、董事会顾问，甚至董事他们自己针对如何提高董事运作的能力提出了一些建议。对通用汽车公司和美国运通银行的案例研究（见本书第六章），展现了董事会是如何克服现存结构应对危机时的困难。在这一部分，我们将探讨提高董事会运作的一些建议，这些建议或许允许、甚至鼓励董事会在紧要关头先发制人。

后接管时代已经产生了一个新的焦点，独立董事作为一个团体，与其他董事相分离。股东

们越来越指望外部人主持董事会的工作。如果不能参与股东候选人的选任工作，他们也要求在设置董事会服务的标准中担当更多的角色。

提高董事报酬

正如上文所提到的，在这方面董事会已经做了大量的改进，主要是通过提高股票或股票期权比例的方式来提高董事的报酬。

加强独立董事的权力

从直观上来看，一个好的经验法则就是在董事会中大多数董事应该保持独立，许多权威人士也建议首席执行官应当成为董事会中惟一的内部人。股东们业已提出建议，要求公司拥有大多数外部董事，或者在提名、审计和报酬这样至关重要的委员会中全部由外部董事组成。一些公司，包括通用汽车公司，于1991年（该公司外部董事已经占了大多数，而且正式写进公司规章制度中）通过建议条款，所以他们决不进行表决[6]。

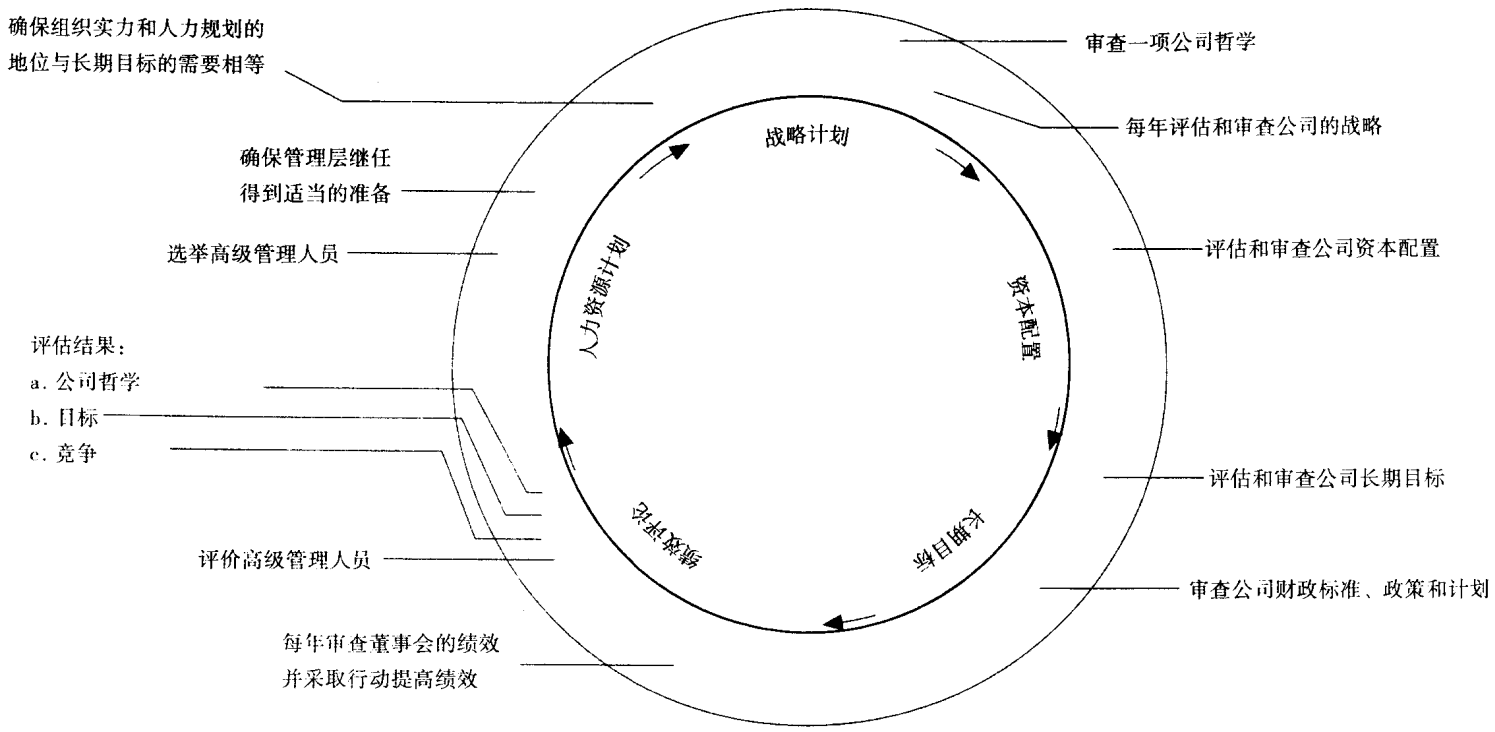
把董事会主席与首席执行官这两个职位分离的建议也属于这个主题范畴。1992年，一项建议西尔斯公司、锐步公司董事会主席与首席执行官职位分离的股东决议获得了27%的支持率。到了1993年，这项建议被重新提出，并获得32%的支持率。西尔斯公司的这项决议的倡导者，对这个建议的原因进行了解释：

我认为，如果一个人同时担任董事会主席和首席执行官，就会受制于内在的利益冲突，而希尔斯公司股东可能不再负担得起。我认为，这种冲突源于明显的权力集中以及责任的缺乏，而缺乏责任则是两个职位合一造成的。首席执行官是公司的最高管理者，负责实施公司战略。当由同一个人担任董事会主席，要承担代表股东监督管理层的责任，可能会产生一个难以维持的情况[7]。

迄今为止，希尔斯公司已顶住了压力，但是其他公司因为没有做到这一点，所以遭到了股东们的指责。在通用汽车公司、威斯汀蒙斯公司、威斯特管理公司和美国万国宝通银行，这些公司的首席执行官被迫辞职，董事会利用这次机会分离了首席执行官和董事会主席的角色，或者说至少进入了过渡期。

许多公司治理的积极倡导者支持这两个角色分离。后担任机构股东服务的主席的詹米·赫德认为："真正的目的并不是消弱首席执行官的力量，而是要给董事会授权。"[8]哈佛商学院的杰伊·W·洛施把这种分离称为公司董事会要做的"一件最重要的事情"[9]。全国公司董事协会（National Association of corporate Directors，NACD）的约翰·纳什（John Nash）认为，首席执行官对此事的态度是："'这是我的公司，我的董事会。'他们不能得出这是不正确的答案。"[10]只要首席执行官在董事选任中扮演至关重要的角色，真正的独立性就总是个问题。在这种情况下，一个独立的提名委员会是在思想和行动上获得真正独立的惟一途径，该委员会的运作是建立在周全的董事会评估以及与调查公司协力合作的基础之上的。

图 3－1　董事会监督整个管理活动的周期示意图



董事会和管理过程的关系

“独立董事市场”

斯坦福大学的罗纳德丁·吉尔森（Ronald J. Gilson）和哈佛大学的赖尼尔·克拉克曼（Reinier Kraakman）提出了广为普及的建议，他们认为机构投资者凭借“招募外部董事阶层，积极监督公共事业公司，就像日本和德国的债券买断主办人（LBO sponsors）或通用银行（universal banks）一样，积极监督他们自己的公司”[8]，创造了“独立董事的市场”。他们建议机构，也许通过一些协调组织，如CII、ISS，培养专职董事骨干，这些董事的全部职责就是在5或6家公司担任董事。吉尔森和克拉克曼指出，机构有权把这一建议变成现实。他们建议对美国证券和交易所委员会（SEC）规定的遵守不应该成为负担，因为控制并不是分歧（他们意识到代理人规则的变革将会带来极大的帮助）。他们也建议，同时在5家公司任职的董事不能被其中任何一家公司聘请担任专职董事。

全国公司董事协会（NACD）是一个商业性协会，位于华盛顿。全国公司董事协会提供课程、研究、调查和资料，主办会议，针对执政官的薪酬、首席执行官和董事的评估等专题组建工作组，对法规进行跟踪和评估。该协会的出版物有《董事月刊》（Director's Monthly）。全国公司董事协会也对董事会进行评估、为董事提供培训课程、维护董事候选人数据库。该协会有潜力遵循吉尔森·克拉克曼的提议进一步向前发展。

1982年，一些英国金融与工业组织，包括英格兰银行（The Bank of England）、机构股东委员会（Institutional Shareholders Committee）、英国工业同盟（Confederation of British Industry）建立了“PRO NED”，这是一家信息交换/猎头公司，主要为董事会提供具备资格的独立（在英国指的是“非执行”）董事。PRO NED的意思就是促进非执行董事（Promotion of Non - Executive Directors）。担任PRO NED主席的艾德里安·凯德伯里爵士认为该组织有三个主要任务：

1. 通过宣传和其他方式，促进非执行董事得到更广泛的应用；为非执行董事履行职责提供综合指导；把当前的思想应用于公司董事会的结构、非执行董事的角色和立法机构以及与这些问题相关的其他进展[包括欧洲经济共同体（EEC）的未来发展]。PRO NED举办与非执行董事的角色和工作相关的研讨会与讨论。

2. 维护一个详尽的现实或/潜在的非执行董事名录。这些人具有很高的素质、广泛的商业背景和资历。

3. 根据公司的要求，为公司董事会提供恰当的候选人名单。这些候选人具备恰当的资格和背景，公司将从这些候选人中做出选择；为单个候选人的全面能力和他们对特定职位适应程度的评估提供帮助。

PRO NED最后被一家国际调查和咨询公司收购。

PRO NED是否适用于美国的情况？吉尔森和克拉克曼构想的这种全职董事的优势和劣势各是什么？这种方法能否确保董事对股东而不是对给他们饭碗的管理层负责？吉尔森和克拉克曼建议这些董事将不会担忧当需要的时候与管理层对抗，因为可能失去一个董事的

职位（5个职位中的1个）将不会带来金融风险，你赞成这个观点吗？

“指派董事”

密歇根州有一项有趣的立法优先权，允许本州的股份有限公司指派一名独立董事。这名董事要符合一定的标准，有专门的报酬、权利（包括由公司出钱与股东联络）以及责任（包括在保障、引发冲突问题的交易以及派生起诉上做出决定），指派期为3年。值得注意的是，实施这一措施的公司拥有更多的有限责任。一个名为独立董事基金会（Independent Director Foundation）的组织鼓励公司利用新的密歇根法律。这个组织也搜集独立董事应用方面的信息。该基金会希望促进其他各州、交易所或者联邦规制采用相似的法规，并保有一个符合资格的候选人名单。

把这个建议与利普顿和洛施在下文提出的“首席董事”建议进行比较。这两个建议的优势和劣势各是什么？

“只投反对票”

1990年11月，前美国证券和交易所委员会（SEC）委员约瑟夫·格伦德费斯特（Joseph Grundfest）倡导CII的成员“只是投票说不”——把拒绝为董事投票作为给Under—Performing公司管理层和董事会发出强烈信息的方式[9]。委员会的成员接受这个建议。根据格伦德费斯特自己的跟踪报道，代表超过2 690亿股票的机构投资者已经采纳了这种机制。该跟踪报道不仅具有学术性、经过千辛万苦获得，而且有证明文献的作用。

在他的论文中直接得出这样的结论：“接管战争结束了。管理层获胜了。”在某种程度上，对于20世纪80年代规范和解雇无能的经理人而言，公司控制市场是有效的，但是，它再也不会发挥作用了。

格伦德费斯特建议，“只是投票说不”可以作为一种选择。他认为投反对票这种方式最本质的特性（它不能阻止没有遭到反对的候选人当选）就是它的力量。它不会在公司高层留下真空或者颠覆公司的治理结构，但是它会给董事会发送令人感到尴尬的公开“不信任投票”，当然，这一机制的前提假设是有改善公司绩效的动机。这可能就意味着很难做出解雇首席执行官的决定。在本篇论文中，他还检验了最近一项在4家公司增值2 700百万美元的决议。格伦德费斯特也对“只是投票说不”策略做了成本—收益分析，得出以下结论，即成本（结构、信息、合作、宣传——好处和坏处）和冲突（管理着的客户或者其他商业关系之间的金钱冲突）远远大于收益：“……有定论了。在社会压力之下，一项成功的‘仅仅投反对票’可能简化内部的变革，因为这些压力导致董事会成员加入更加有效的监督。一项真正的‘仅仅投反对票’的产出可能增大敌对代理人争斗或者股权收购的可能性，恰恰是因为会带来有重要意义的‘仅仅投反对票’的产出，所以法庭会更友好地处理它。”

格伦德费斯特的理论业已得到一些首席执行官的支持。H·布鲁斯特布鲁斯·阿特沃特[H. Brewster（Bruce）Atwater]，通用米尔斯公司（General Mills）的首席执行官，后来担任商业圆桌的公司治理专门业务组（Business Roundtable's Special Task Force on Corporate Governance）的

主席，鼓励感到不满的机构“只是投票说不”。在1991年的股东权利评议听证会上，阿特沃特证实了这一点：“我知道，在董事选举中，那怕只有20%的股东投反对票，也就足以明显地改变任何一个董事会。董事会将感到它自身是容易遭到攻击的，而且将会在当权的时候为了改变引发股东不信任投票的状况而做任何事情。”[⑧]

值得大家注意的是，即使有99%的股东投了反对票，也不可能把任何一个董事从董事会拉下马。在美国的州法律中，合理规定股东不能阻止任何人当选，除非有对立的候选人取代这个人当选。但是，正如格伦德费斯特所指出的，这恰恰是“只是投票说不”这种方式的优势之一。股东可能表现出强烈关注的态度，不仅对公司的董事和管理层，而且对任何正在考虑控制一个不同政见候选人名单的人。股东的反应，要在股东监察的需要和公司管理层稳定性以及连续性的需要之间达成良好的平衡状态。在这个方面，一些股东已经获得了一些成功。纽约城市养老基金（New York City Pension Fund）所付出的努力终于在2000年有了结果，在大湖化学制品公司（Great Lakes Chemical）赢得了30%的反对票。在每年的董事选举和向股东投票提交“毒丸”防御中，也有大多数的选票支持股东的建议。

审计委员会

美国证券和交易所委员会宣布1999年为“会计师之年”，随后在森登特公司（Cendant）、格林·特里公司（Green Tree）、默库瑞金融公司（Mercury Finance）、威斯特管理公司（Waste Management）和森比姆公司（Sunbeam）就出现了审计丑闻。森登特公司的代理人在欺诈行为被揭露之前，曾经公布在上一年中，审计委员会碰面只有两次，而报酬委员会碰面8次。有关审计委员会的记录表明，即使是这两次碰面也很简短，但是审计委员会成员的职责却包括签署他们从未审阅过的一批文件。还有记录表明，首席执行官们把毫无经验或没有什么财政金融方面知识的董事安置在审计委员会，作为防止审计委员会成员过多提问的办法。全国公司董事协会、由美国证券和交易所委员会召集的蓝带委员会会计与法律公司于1999年公布了一些报告，为审计委员会设置了新的管理和操作标准。

董事会评估

1994年，国家公司董事协会（NACD）出版了一份有关首席执行官、董事会、董事绩效评估的报告。蓝带委员会的董事、股东、学者和公司管理者对这份报告进行了整理。该报告敦促董事会为设定目标和评估单个董事、董事会委员会与董事会整体的绩效开发一个系统。在这份报告中，一个关键性建议就是如果首席执行官兼任董事会主席之职，那么要对首席执行官担任主席的能力和担任的能力分开进行评估。随后，国家公司董事协会有关董事专职化、首席执行官继任、战略计划、审计委员会的报告对诸如董事股票所有权、外部董事的短期执行会议、确认董事的独立性和与金融相关的核心竞争力等政策的制定产生了影响。

经理例会

在过去10年中，最重要的进步就是外部董事们定期召开秘密会议，而且没有任何管理人员出席。正如一位执行官所提到的：“在每一个董事会会议之下定期召开会议，意味着没有人

一直询问那个尴尬的问题。”1999年的科恩/费里咨询公司的研究表明，在所调查的董事中，有69%的人一年平均3次出席秘密会议。

继任计划和战略计划

董事会越来越多地卷入继任计划和战略计划制定之中，当然，这两个计划密切相关。在过去，这两个计划常常由首席执行官控制。1999年的科恩/费里咨询公司的报告表明，在董事中，有超过60%的人认为他们掌握了首席执行官的继任过程。

利普顿/洛施的“适度建议”

大学教师杰伊·洛施与公司律师马蒂·利普顿合作撰写了一篇题为《改进公司治理的适度建议》(A Modest Proposal for Improved Corporate Governance)的论文。他们把他们的观点称为“适度”，并不是这些观点的在范围上适度，而是因为（与利普顿的5年期间观点不同）这些观点的实施不需要美国国会、美国证券和交易所委员会或是证券交易所干涉。当然，作者认为他们的建议可能仅仅会被董事会董事和经理人自愿采纳。

利普顿和洛施提出了一些基本结构变革，比如压缩董事会规模、增加董事为董事会服务的时间以及限制董事供职的董事会的数量。他们相信这些变革会促进董事的独立。例如，他们建议那些由首席执行官担任主席的董事会，应该设立一位“首席董事”，当然要从独立的外部人士之中选择一位担当此任。

至于说这个职位的名称并不重要，重要的是他的或她的职责。我们认为首席执行官/主席应该与首席董事对以下事务进行磋商，包括挑选董事会各委员会成员及主席、董事会会议日程、董事会接收信息的充分性以及董事会会议过程的有效性。

更进一步说，利普顿和洛施认为，设立首席董事的董事会能够建立一个较好的首席执行官评价系统，而且对惟一判定首席执行官绩效的人将会是首席执行官自己的这种可能性，会更加有效地进行处理。虽然对具体规则的探讨不可能在每一家公司都适用，但是，作者还是提出对首席执行官进行评估的详尽的指导方针。

1. 评估要以公司绩效以及首席执行官向他的或者她的个人长期以及短期目标前进的过程为基础。这些个人目标要包括首席执行官实现目标的主要的特别动机，比如，培养和选择继任者，向国际市场扩展，完成一项重要的买进，创立一个重要的合资企业。我们希望短期目标每年都获得首席执行官和独立董事的赞同。长期目标可能需要3～5年时间，但是每年都要进行评估，并根据需要进行调整。

2. 每一位董事要对首席执行官的绩效做出个人评估。这些评估将会被综合起来，用以揭示未来发展趋向以及各种各样的观点。这些综合分析可能由首席董事完成，或者由独立董事小组/委员会来完成。

3. 首席执行官会以秘密的方式收到经过综合的反馈，这种方式使他/她以及独立董事都感到欣慰。

4. 在首席执行官经过思考和做出反应之后，他/她就会和所有独立董事讨论他的/她的对评估

的反应。这一讨论也应该重视公司或者首席执行官的目标变化，这些变化看起来要恰如其分。

使董事真正“独立”

本章所得出的主要结论，就是美国的董事会常常不能保护股东的利益。一方面，这一结论是不可避免的。因为我们对公司董事会要求的太多。我们希望董事们接受的年金通常少于50 000美元，一年工作时间少于两周，却要能够控制一个销售额达几十亿、雇佣几十万员工、分布在几十个国家的公司。信用标准理论对他们做出了解释，事实也是如此。

按照惯例，独立董事是一种极端的方式。人们认为独立董事能有效地监督管理，因为他们信息灵通，有才智，明智，被证实正直诚实，受信用标准制约。作为外部人，他们不会面对可能遇到的冲突。比方说，首席业务经理不愿批评他的老板，也绝不会要求他的老板辞职。所以说这种想法是痴心妄想，因为独立是一个模糊的概念。假定与外部人相比，更多的内部人是恭顺的，但是也不能因此就保证外部人能够独立行事。在这一点上，个性起到了非常重要的作用。所以，首席执行官的兄弟也许能够评价老板的业绩，而外部人也许做不到这一点。

董事们不能真正独立，仅仅是因为他们与公司之间的关系除了所担任的董事之职外，不存在利益关系。无私公正的外部人也可能意味着对公司非常淡漠的外部人。武断地说，这个问题的关键不是“独立”。但是一个董事的利益是否与股东们的利益相一致？如果一个董事代表股东利益，他就必须分享股东利益。而且，他必须对这些利益一清二楚。最简单地说，他必须是一名股东。

优秀董事会的关键是所有权。每一位董事的个人价值应该与公司的命运紧密相连。如果一个董事资本净值的1/4、或者甚至1/10岌岌可危，他就不会袖手旁观。

相关案例：康柏和所罗门公司(Salmon Inc.)

参见本书第二章康柏公司的例子。

如果康柏公司主席本·罗森没有在公司投资4 000万美元，他是否会迅速行动呢？

华尔街证券交易所的所罗门公司的首席执行官对该公司董事会成员的资格做了以下描述。第一项标准就是：“以所有者为导向——在所罗门公司股票上的投资就是最好的证明，重要的是要与个人资本净值相关。”[98]

股东介入

不管它是不是埃克斯克森委员会（Exxon Committee）或者是像透镜一样专门以监督为目的的组织，针对股东凭借某些集体行动工具对董事会选任和优先排序进行维护与控制提出了一些建议[99]。这样的工具就是股东委员会，有关内容见本书第二章的论述。正如我们在本书第二章所强调的：“惟一的事实就是董事们将知道他们已经被投资者选中，这样就会使他们对股东关注的问题更敏锐地做出响应。”[100]正如我们在其他地方所谈到的，董事会就像亚原子粒子——当他们被观测的时候，他们的运动就会有所差异。

注 释

① 亚当·斯密：《国富论》，699～700页，纽约，雷德姆出版公司，1937。

② 有关“建立使用产品协会(SUM)”治理的更多信息请参见斯坦利·C·万斯所撰写的《公司领导层:董事会、董事与战略》3～6页，纽约，麦克劳—希尔出版公司，1983。

③ 柯恩/费里国际机构：《董事会董事，第二十个年度研究报告》，1993。

④ 特拉华州《通用公司法》中注明，免税特权的税法统一有限公司法案于1998年2月2日起开始生效。

⑤ 商业圆桌会议：《公司治理与美国的竞争力》，7页，1990年3月。

⑥ 美国法律学会：《公司治理准则:分析与建议》第二稿草案，66～67页，1984。

⑦ 韦恩·玛：《外部独立董事是否能提高公司业绩？》，研究论文，1页，克莱姆森大学，工商学院，1991年7月。

⑧ Ira M. Millstein律师，纽约Weil Gotschal & Manges律师事务所，他认为除了拥有雇佣、监督与解雇CEO的权力之外，董事们还有权“检验”CEO。这就意味着，当公司业绩不佳的时候，董事们需要对业绩不佳是否与CEO的表现有关系做出判断。如果两者相关，他们就必须解雇这个CEO；如果两者无关，他们就能够为“检验”提供支持。

可以参见Ira M. Millstein撰写的《验证董事会的演进》，载《商业律师》，48，4(1993年8月)，1485～1497页；也可以参见《公司治理朝着正确的方向挺进》，载《董事》月刊，18，1(1994年1月)，第1页。需要注意的是，要获得这一特定的能力需要董事具备一定水准的独立性并承担相应的义务，正如在本章案例中所展示的一样，这些要求在过去是很难找到的。

⑨ 约翰·哈维—琼斯：《使之产生》147页，伦敦，柯林斯出版公司，1988。更多相关信息请参见英国化学工业公司(ICI)，参见本书第一章的相关案例研究。

⑩ 休·帕克：《公司主席——角色与职责》，载《长期规划》，1990年4月23日，第35～43页。

⑪ 彼得·德鲁克：《令人感到烦恼的董事会》，载《关于下一代经济学与其他领域》的论文集，110页，纽约，哈珀&柔出版公司，1981。

⑫ “Oozcskblnya治理”，CII总公司，机构投资者委员会成员通讯，1993年8月。

⑬ 布赖恩·伯拉夫与约翰·赫尔约：《大门口的野蛮人》，75页，纽约，哈帕&柔出版公司，1990。

⑭ 布赖恩·伯拉夫与约翰·赫尔约：《美国RJR Nabisco公司董事会在购买决策中的独立性问题》，载《华尔街杂志》，1988年11月10日，第A1页。

⑮ 乔安娜·S·卢布林：《越来越多的执行官日益受到强硬董事会的驱使》，载《华尔街杂志》，1991年6月6日，第A1页。

⑯ 素音·L·王：《Tambrands公司的首席执行官与咨询公司过分亲密》，载《华尔街杂志》，1993年8月23日，第A1页。

⑰ 同⑯。

⑱ 同⑯。

⑲ 同⑯。

⑳ 亚当·登与F. 弗里德瑞驰·纽鲍尔：《公司董事会——进退两难》，70～97页，牛津，牛津大学出版社，1992。

㉑ 沃尔特·赛门：《预防危机：如何打造你的董事会》，载《哈佛商业评论》，1993年1－2月，第69页。

㉒ 罗伯特·K·穆勒：《构建强有力的合作关系：首席执行官与董事会的董事们》，纽约，Amacom出版公

司，1993。在穆勒所撰写的17本书中，有9本书是关于董事会的。

㉓ 伯纳德·马库斯：《董事是如何关注国内仓库存储?》，载《董事杂志》，1992年10月，第1页。

㉔ 柯恩/费里国际机构：《董事会董事，第二十个年度研究课题》，1998年。

㉕ 牛津分析：《董事会与公司治理：八国未来10年的发展趋势》，这一研究报告是牛津分析有限公司专门为拉塞尔·雷诺兹协会、Price Waterhouse公司、高曼·萨克斯国际机构、吉布森公司、丹&柯尔彻公司准备的，牛津，英国，1992年9月，第65页。

㉖ Egon Zehnder国际机构：《公司问题监督》，美国，IV，1989年(1)。

㉗ 参见1992年NACD的调查，见上文，因为调查结果相似。

㉘ P.L. 瑞克纳和D. R. 道尔顿：《首席执行官的双重性与组织业绩:纵向分析》，载《战略管理》杂志，1991(12)，第155～160页。

㉙ 休·帕克：《公司主席——角色与职责》，帕加马出版社，1990。

㉚ 在大公司中，这一比例更大。1994年，纽约Boardroom咨询公司发现，在300家最大的上市公司中，有38.6%的公司保留了前任首席执行官的董事资格。但是，从前一年开始这一比例开始下降。
参见Marlene Givant Star撰写的《在董事会中任职的首席执行官越来越少》，载《养老金与投资》，1994年1月24日，第11页。

㉛ 霍华德·D·谢尔曼：《陷阱问题22：前首席执行官担任公司董事》，机构股东服务处，1991年7月15日。

㉜ 柯恩/ 费里机构咨询公司：《全面打造公司治理：面向21世纪的董事，来自财富杂志公司董事的结论》，1993年1月。

㉝ 戴尔·汉森：《在美国能源与商业委员会下属的电信与金融分委员会听证会上的发言》，众议院，1989年8月2日。

㉞ Graef Crystal：《寻找出路》，229页，纽约，W. W. Norton公司，1991。

㉟ 劳伦斯·塔克，载《投资家商务》日报，1993年7月7日，金融，第4页。

㊱ 柯恩/ 费里国际机构：《1989年董事会年度研究》。该研究发现在资产达到10亿美元的公司中，有86%的公司至少包括一位在其他公司任职的首席执行官/ 首席营运官，有74%的公司至少包括一名其他公司业已退休的首席执行官。

㊲ 存在关联关系的薪酬委员会的这种做法也许不能推广，但是此做法非常普遍，其结果是在1992年促成美国证券交易委员会一项新信息披露的必要条件，对以前所提到的管理人员薪酬的信息披露进行了修正，包括一个必要条件:公司必须披露薪酬委员会的关联关系。

㊳ 柯恩/费里机构咨询公司，同㉜。

㊴ 艾莉森·利·寇文：《董事会支持“东拼西凑”》，载《纽约时代》，1993年6月2日，第D1页。

㊵ 路易斯·布兰德斯、Pujo委员会：银行与通货出版委员会：《货币与信贷集权控制调查》，出版社报告，第1593期，1913年2月28日。

㊶ 马丁·利普顿和杰伊·W.·罗斯迟：《改良公司治理的适度建议》，载《商业律师》，48，1，1992年11月，第64页。

㊷ 柯恩/费里机构咨询公司，同㉜。

㊸ 凯思琳·戴：《Frank Carlucci与公司漩涡》，载《华盛顿邮报》，1993年2月7日，第H1页。

㊹ 机构股东服务处：《代理人投票指南》，第3版，1993年1月，第3、13页。

㊺ 见http//www.thecorporatelibrary.com。

㊻ 同㊺。

㊼ Dana Wechlser 和 Nancy Rotenier：《再见， Berle & Means 》，载《福布斯》， 1993 年 1 月 3 日，第 100 页。

㊽ 芭芭拉·吕南：《经理人生涯》，载《纽约时代》， 1992 年 2 月 2 日。

㊾ Ira M. Millstein 和 Winthrop Knowlton：《董事会的董事能否帮助美国公司赢得不朽的声誉?—项使用应对变化的建议来检验我们公司治理系统的测试》，研究论文，商业与管理中心，哈佛大学的约翰·F·肯尼迪管理学院， 1988 年 1 月。

㊿ 同上。

(51) 斯坦利·C·万斯：《公司领导层：董事会、董事与战略》， 50 页，纽约，麦克劳－希尔出版公司，纽约， 1983 。

(52) 柯恩/费里国际机构：《有关董事会董事的第二十个年度研究课题》， 1993 。按照万斯的观点(同上)，1963 年对 1000 多位董事进行的调查发现，有 59.3 %的董事是内部人。

(53) 斯宾塞·斯图亚特董事会索引， 1991 。

(54) 同上。

(55) 斯宾塞·斯图亚特董事会索引， 1993 。

(56) 参见案例，埃尔默·W·约翰逊：《内部人呼唤外部董事》，载《哈佛商业评论》， 1990 年 3—4 月，46 ~ 55 页;也可以参见 Adrian Cadbury 爵士撰写的《公司主席》，伦敦，费茨威廉姆出版公司， 1990 。

(57) Arthur Fleischer，杰弗里·C·哈泽德和 Miriam Z.Kipper：《董事会策略》， 3 页，波士顿，利特尔出版公司，布朗出版公司， 1988 。

(58) Ira M. Millstein 和 Winthrop Knowlton，见上文。

(59) Benjamin M. Rosen 的声明，在美国能源与商业委员会下属的电信与金融分委员会面前所做的声明，美国众议院， 1993 年 4 月 21 日。

(60) 爱德华·J·爱泼斯坦：《公司归谁所有？》，载《 20 世纪基金文集》， 3 页，纽约， Priority 出版社， 1986 。

(61) 斯宾塞·斯图亚特董事会索引， 1991 。

(62) 证券交易委员会：《反敲诈与股价：1980 年以来反接管修正案的影响》，首席经济学家办公室，华盛顿哥伦比亚特区， 1985 年 7 月，第 5 页。

(63) 参见希尔斯公司 John J. Gilbert 倡导的决议案，希尔斯百货公司年会， 1993 。

(64) 参见戴尔·汉森在美国能源与商业委员会下属的电信与金融分委员会上的证词，众议院， 1989 年 8 月 2 日。汉森对一项由 CalPERS 倡导的美国航空公司的股东决议做了下面的证言：“来自美国航空公司的代表说道，‘哎呀，你们这些人已经让我们忧心忡忡了。我们不得不三番五次地召回许多股东使他们改变投票，因为似乎你们要获胜。’”

(65) 参见“埃文(Avon)函件”，美国劳动部， 1988 年 2 月 23 日：“最后劳动部特别指出 404(a)（ 1 ）（ B ）部分要求指定的受托人任命投资经理，以定期监督投资经理的对计划资产进行管理的情况。一般来说，这一责任包括监督投资经理对代理人投票制定决策与采取行动。”

(66) Bayless Manning：《股东评估的补救措施：对 Frank Coker 的评论》， 72 耶鲁法律杂志， 223 ， 245 ，1962。

(67) Norlin 公司对 Rooney 、 Pace 公司， 744 F.2 d 255 (2d 大约在 1984 年)，应用纽约法律。同时参见本章最后所涉及到的有关利用员工持股计划反接管的讨论。

(68) Smith 对 Van Gorkom， 488 A.2d 255 (特拉华州， 1985)。有关 Van Gorkom 的摘要以及其他具有重大影响法律案件的摘要，请参见斯坦利·福斯特和亚历山德拉·瑞德·拉宙克斯所撰写的《 M & A 的艺术：兼并、

获取与认购指南》，805 ~ 823页，Business One Irwin出版公司，1995。

⑥⑨ 同⑥⑧，869页。

⑦⓪ 乌诺考尔公司对Mesa Petroleum公司，493 A.2d 173，181，特拉华州，1985。

⑦① 同⑦⓪，182页。

⑦② 参见本书第三章有关“毒丸防御计划”的讨论。

⑦③ Revlon公司对MacAndrews & Forbes Holdings公司，506 A.2d 173，181，特拉华州，1986。

⑦④ 同⑦③，182页。

⑦⑤ 同⑦③，182页。

⑦⑥ 见本书第三章有关“白衣骑士”的定义。

⑦⑦ 同⑦⑥，184页。

⑦⑧ 506 A.2d 173，182，特拉华州，1986。

⑦⑨ 以分析集团公司为例：《毒丸防御计划对股东的影响：对最新迹象的综合分析》，贝尔蒙特，马萨诸塞州，1988年11月4日；首席经济学家办公室、证券交易委员会：《毒丸经济学》，1986年3月5日；首席经济学家办公室、证券交易委员会：《毒丸防御计划对目标股东财产的影响》，1986年10月26日；Michael Ryngaert：《毒丸证券对股东财产的影响》，载《财政经济学》，20，1988年，第377 ~ 417页；南希·谢里丹：《股东权利计划对股价的影响》，纽约，Kidder，Peabody & Co.公司，1986年6月15日；理查德·万斯：《毒丸防御计划影响研究》，纽约，Georgeson & Co.公司，1988年3月31日；理查德·万斯撰写的《毒丸防御计划影响研究II》，纽约，Georgeson & Co.公司，1988年10月31日。

⑧⓪ 但是在1994年1月，时代华纳公司恢复了3年前取消的“毒丸”防御计划。在Seagram公司——加拿大的一家制酒公司在公开市场上认购时代华纳公司超过11%的股份之后，时代华纳公司重新启用了“毒丸”防御计划。时代华纳公司为恢复毒丸防御计划进行了辩解，他认为，公司希望借助该防御计划防止Seagram公司对时代华纳实施“渐进式控制”。

参见Laura Landro和Eben Shapiro撰写的《时代华纳保护自身，应对Seagram公司》，载《华尔街》，1994年1月21日，第A3页。

⑧① 在Hhartmarx公司，绝大多数股东连续两年投票要求收回“毒丸”防御计划，但是公司仍旧拒绝这样做。

⑧② Michael Ryngaert：《毒丸证券对股东财产的影响》，载《财政经济学》，20，1988。

⑧③ 罗伯特·斯莱特：《接管巨人》，155页，新泽西州，Prentice - Hall出版公司，1987。

⑧④ 参见Robert Comment和G. William Schwert撰写的《毒药还是安慰剂?现代反接管措施》，布拉德利政策研究中心，威廉姆·E·西蒙企业管理研究生院，罗彻斯特大学，1993年3月11日。他们的数字表明，1975年到1988年之间的接管行为增长了3倍，但是到了1990年，接管率又下降到了1975年的水平。到了1993年，当帕拉蒙特通讯公司依据Viacom公司友善的出价以及QVC公司带有竞争性的敌意出价，不得不拍卖自己的时候，极具20世纪80年代风格的接管战又徐徐拉开了帷幕。

⑧⑤ 支持独立董事成为一支合法的力量，也有其他来源。1976年，美国证券交易所提交了一项颇有争议的一股一票的建议，以期获得美国证券交易委员会的批准。这一建议规定只有在1/3的董事为独立董事，或者如果持有低投票权股票的股东拥有专权选举25%的董事的情况下，才能准许通过交易进行两级资本结构调整。

⑧⑥ 美国希尔斯百货公司1992年的代理人报告，16 ~ 17页。

⑧⑦ 社论圆桌会议：《主席职位与首席执行官：这两项职位是否应该分离?》，公司治理顾问，1993年4—5月。

⑧⑧ 朱迪思·H.Dobrzynski：《主席与首席执行官：一个头衔太多了》，载《商业周刊》，1991年11月18日，第124页。

⑧⑨ 同⑧⑧。

⑨⑩ 罗纳德·J·吉尔森和Reinier Kraakman：《彻底改造外部董事:机构投资者议程》，萨洛蒙兄弟中心与Rutgers中心共同举办的“机构投资者的受托职责”会议，1990年6月14—15日。

⑨⑪ Joseph A. Grundfest：《只是投反对票:应对门内野蛮人的最低限度策略》，载《斯坦福法律评论》，第45期，1993(4)。

⑨⑫ H. 布鲁斯特·阿特沃特，众议院声明，证券分委员会，1991年10月17日。

⑨⑬ 罗伯特·E·德纳姆：《公司与智能投资者之间的新型关系前瞻》，在哥伦比亚大学法学院“相关投资”会议上的就机构投资者计划所发表的讲话，1993年5月7日。

⑨⑭ 乔治·W·登特：《关于上市公司所有权与控制权的统一问题》，载《威斯康星州法律评论》，1989（5），第881页。

⑨⑮ 同⑨⑭，第908页，补充了重点内容。

第 4 章

公司管理层：绩效

引　言

现代公司管理面临着一系列的艰巨挑战。早些时候，在对法人、股东、首席执行官与董事之间关系的探讨中就已经提出了许多涉及公司管理的公司治理结构问题。本章将从公司管理的角度，对其中的一些问题进行研究。

1993 年 1 月，《财富》杂志头条报道模仿《独立宣言》的风格，其标题也极具煽动性："国王已死。"其中写道："趾高气扬的老板、专横霸道的店主及饱食终日的董事们在公司权力中发生了历史性的变更。至高无上的首席执行官们的好日子也到头了——股东万岁！"这篇文章列举了被罢免的首席执行官的名单，在 18 个月中就有 13 名《财富》500 强公司或企业的首席执行官被免职。资深记者托马斯·A·斯图尔德用莎士比亚的话评论这些事件是如何发生的：

> 在环形帐篷中，他们的盔甲闪闪发光，他们的钱柜装满了金子，机构投资者们、积极行动的股东们、甚至曾是国王自己的朝臣的董事们，这些博林布鲁克们过去等待国王赐予升迁，现在反过来要求国王顺从——否则就要他的头……显而易见这是巨大的、根本的、极具历史意义的变革[①]。

斯图尔德进一步解释"首席执行官——国王"这个概念的由来：

> 经过几代之后，创立公司的家族势力已经削弱（语出著名的阿道夫·博勒和格迪纳·敏斯），而公司法人的兴起已经把所有权分散到成千上万的个体股东手中，他们中的任何一个都无法在公司治理中投有决定意义的一票。这种情况导致的结果就是一个新的阶层——职业经理的出现，他们只拥有少部分股份而无法控制公司。高高在上的首席执行官的突发奇想就像响雷在山谷回荡一样引起连锁反应，首席执行官必须要慎重地做决定。在通用电气公司流传一个古老的笑话：如果首席执行官想要一杯咖啡，有人就会跑出去买整个巴西[②]。

但斯图尔德又说："与之相矛盾的是，与以往任何时候相比，执行官都必不可少。只有他能够调整交错的各方关系：投资者和债权人、公众、雇员（可能也是投资者）、顾客等。这些

方方面面都试图影响公司的行为。首席执行官就像一只狗被拴在皮带上，但他是最有价值的狗。”[3]哈佛大学教授约翰·庞德预测说：将来，与其说首席执行官们是君主，不如说他们是政客，在公司的选区内与各方交涉。长时间做首席执行官与董事顾问的艾拉·M·米尔斯坦建议首席执行官们调整自己的心态以适应越来越以共同意见为基础的公司治理结构。他在一篇致首席执行官的文章里说：“我建议你们自己确定公司的董事会程序会有多大限度地鼓励你们独立决定并给予你们信任。毕竟，如果你们不这么做，股东们、原告们和政府就会这么做的。”[4]

在任何关系中，尤其是在首席执行官、董事会和股东之间错综复杂的关系中，一方变化对其他方面就会有影响。随着股东和董事们已经起到更加积极的作用，在通用电气那个笑话中的首席执行官就像一个奇怪的卡通形象了。

仅在不长一段时间以前，首席执行官们（以及他们的律师们）对“首席执行官”的内含相当满意，首席执行官即使不是国王，也是一位仁慈的独裁者。在《国王已死》这篇文章发表3年以前，《财富》杂志曾发表头条报导《法老首席执行官》，其中写道：“在鼎盛时期的埃及法老也会嫉妒今天首席执行官们的高额补贴和酬金。美国的管理精英们太忙于在舒适中生活了，没有时间接触那些卑微的雇员们。工人们对高层管理者的信心大减。那些不愿从高位上走下来的首席执行官会有麻烦的。”[5]这篇文章预测说，首席执行官们不能从那些认为无法接触到他们的雇员那里获得支持。“每时每刻，工人们和中层管理人员们都确实认同首席执行官的‘我们在同一个屋檐下’这一说法，但‘我们’所处的‘位置’却导致了这么一种情绪，他们不信任高层管理者的计划，怀疑他们的能力，报怨他们的高薪。”

有趣的是，要求变革的呼声不是来自雇员，而是来自该篇文章未提到的方面：股东和董事会。21世纪早期的首席执行官可能在某些方面与法老有相似之处，尤其在酬金方面。但是，“国王已死”的言论仍在流行。Spencer Stuart 咨询研究公司的 Tom Neff 和 Dayton Ogden 在 1998 年的一份报告中指出：“现阶段的几种流行趋势使当今首席执行官的工作更是如履薄冰，主要的压力是公司的业绩是否令人满意和董事会对于连任的控制。独立董事已经使首席执行官的位子更不保险，而且更加公开——首席执行官不仅可以从本行业人士中选出，而且也能跨行业。”除此之外，报告还指出合并和购并的影响、履行职能的压力，还有另一种压力——来自潜在继任者的压力，都是缩短任期的因素。60％的世界财富200强的首席执行官只任职5年或更短时间。

我们需要什么样的首席执行官?

在商业和生活中惟一不变的是变化。因此，如果可能的话，我们，包括投资者、债权人、公众、雇员和顾客都希望首席执行官可以预测未来，并能为公司指明方向。但那是不可能的，我们所希望的首席执行官能以他们的能力、专业、信息资源、热情和权威使公司不仅能应对变化，而且能从变化中获利，最好能领导变化。首席执行官不仅要有足够的能力做一项工作，而且能保证这项工作能正确地完成。公司结构中的每一成员所要面对的挑战就是：如何保证在首席执行官和其他成员之间有足够的平衡，以保证从总体来讲，首席执行官所做的决定是基于股东的长期利益，而不是他自己的利益。

达到并评估这种平衡的重要途径之一是报酬，本章后面将有所阐述。在股东目标和公司管

理之间最根本的冲突并不是获得报酬的金额，而是获得报酬的变量和风险。股东们要求的报酬方案是基于公司业绩的最大变量，而管理者很自然希望报酬方案是最有保障的。然而，在我们弄懂如何将报酬制和公司业绩最好地联系起来之前，我们先来看看如何衡量公司业绩。

所有用来评估公司价值和业绩的方法都能用来评估首席执行官。但是，也许首席执行官资质最明显的表现之一是公司的组织结构本身。总的来说，公司结构越多样化、密集化，就越有可能反映出首席执行官的官僚，越不容易看出对股东价值的承诺和重视（见西尔斯公司和美国捷达公司案例研究）。就像一位管理顾问所说："当视小巧为美丽的时候，就把公司结构设计得小巧一些；当视庞大为漂亮的时候，就让它更庞大。"⑥

相关案例：美国电报电话公司和NCR公司

在接管盛行时代结束之后几年里，只有一起真正的敌意接管案例，那不是由Carl Icahn或Donald Trump这样的突袭者实施的；AT & T购买了NCR。NCR是一家典型的企业，对该企业的目标曾进行过一次讨论：它特殊的文化和顾客群体要求企业独立经营（实际上，它是首先提出顾客群体概念的）。当时，董事会对于此要求却置若罔闻。具有讽刺性的是，董事会中有几位前首席执行官曾击败过可能的敌意接管，而他们那时却和AT & T达成联盟。在他们的授意下，AT & T这个巨大的官僚企业决定要以任何代价收购NCR。股东们被迫反抗。"作为股东，我不得不赶紧卖掉股票然后溜掉……对于购买者来说，那是一笔便宜买卖，我知道股民们无法说'不'字。"⑦这次灾难性的收购几乎毁掉NRC所有的价值。

这桩交易的逻辑是什么？AT & T为什么要购买NRC？NRC又为什么抵制收购？记住：这样的交易通常都是从收取费用的律师及投资银行家那里获得建议，从绝对支持公司运营的董事会那里得到评估分析，有了说"拿钱走人"的股东，才能进行的。因此，又有谁能阻止恶性交易而只进行良性交易呢？最近又有几起毁灭性的并购：Snapple购买Quaker，The Learning Company购买Mattel，Telerate购买道·琼斯（Dow Jones）。真不知道这些实施并购的首席执行官们怎么了？

正像一位忧虑的顾问所说，如果为了掌握变化，对于机构保持长期健康发展的首要要求就是经常更新，那么投资者和公司各方面对首席执行官最大的要求就是他能创造"质疑文化"。

如果追溯公司的历史，你就会发现一个极具讽刺意味的现象：首席执行官越是成功，他们就越相信他们的知识和世界观的正确性，他们也变得愈加专横跋扈，心胸褊狭。过去帮助他们成功的人都成为一派，他越成功，他的派别越大，这就越危险。在通用汽车（通用汽车公司）、IBM和西尔斯公司，随着公司成为在该行业的佼佼者，问题就随之出现了，这也是不足为奇的⑧。

"恐龙"

1993年春，《财富》杂志的Carol Loomis的头条报导使用"恐龙"这一标题来比喻那些在最近20年里绝对价值和相对价值逐年下滑的公司。为首的有"恐龙"这一称号的几家公司有：IBM——一直被认为是世界上最赚钱的"最棒的"公司；通用汽车——美国精髓工业的龙头

表 4 - 1　以股票市值计世界最大的 20 家公司

一些股票市值的“领头羊”正在消失　　单位：10 亿美元

1972			1982			1992			2000		
1	国际商用机器公司	46.8	1	国际商用机器公司	57	1	埃克森	75.8	1	通用电气	520.25
2	美国电报电话公司	29.2	2	美国电报电话公司	52.2	2	通用电气	73.9	2	因特尔	416.71
3	伊斯门·柯达	23.9	3	埃克森	25.7	3	沃尔玛	73.5	3	西科	395.01
4	通用汽车	23.2	4	通用电气	21.6	4	皇家荷兰/壳牌	71.8	4	微软	322.82
5	埃克森	19.6	5	通用汽车	19	5	Nippon Tel. & Tel.	71.4	5	埃克森·美孚	289.92
6	西尔斯·瑞布克	18.2	6	壳牌	16.9	6	菲利普·莫里斯	69.3	6	沃达丰	277.95
7	通用电气	13.3	7	伊斯门·柯达	14.2	7	美国电报电话公司	68	7	沃尔玛	256.66
8	施乐	11.8	8	Schlumberger	13.4	8	可口可乐	55.7	8	日本电报电话 Docomo	247.24
9	德士古	10.2	9	丰田汽车	12.6	9	三菱银行	53.5	9	诺基亚	242.19
10	明尼苏达采购和制造	9.7	10	美国石油公司	11.7	10	默克	50.3	10	皇家荷兰壳牌	213.54
11	宝洁	9.1	11	Chevron	10.9	11	日本工业银行	46.5	11	城市集团	209.51
12	皇家荷兰/壳牌	9.1	12	美孚石油	10.7	12	住友银行	45.6	12	BP Amoco	207.51
13	可口可乐	8.9	13	西尔斯·瑞布克	10.3	13	丰田汽车	44.1	13	Oracle	204.01
14	杜邦	8.4	14	大西洋·里奇费尔德	10.2	14	富士银行	41.8	14	国际商用电器公司	192.49
15	福特汽车	8	15	日立	9.9	15	Daiichi Kangyo Bank	41.8	15	日本电报电话	189.16
16	雅芳	7.9	16	宝洁	9.8	16	三和银行	37.9	16	德国电信	187.25
17	美孚	7.5	17	松下电工	9.6	17	英国电信	37.8	17	朗讯科技	183.34
18	强生	7.4	18	通用电气公司(英)	9.3	18	宝洁	36.4	18	美国国际集团	173.50
19	Chevron	6.8	19	强牛公司	9.3	19	葛兰素控股	36.1	19	默克	172.87
20	默克	6.6	20	英国石油	8.7	20	Bristol-Myers Squibb	35.1	20	辉瑞	171.52

注：[①] 2000 年的统计数字来自《商业周刊》，2000 年 7 月 10 日，49 页。

老大；Sears Roebuck ——美国最大的买主。这3个公司1993年在市面上的公司价值已经远远低于从前。表4—1为世界大公司的排名变化。

为什么？他们大多数资产没有变化，大多数重要人才也没有流失，他们的商业信誉也没有受损，是什么原因呢？见本书第6章对这些公司的案例研究。

市场已经证明，这些公司能为其所有者的财产增值的资产管理能力已经减弱。这些公司失败在何处呢？想要回答这一问题，就要看看那些没有从排行榜上下来的公司。据1993年《财富》杂志的统计，仍有3个老牌公司保持在最有价值公司的排行榜上：Exxon、AT & T和通用电气公司。但是，没有人会预想到我们以前所知的世界会整个掉了个——在榜上有许多新兴公司，许多没有利润、也没有利润前景的公司被市场估计如此之高，以至于它们开始吞并传统公司，“美国在线”与“时代华纳”合并就是一个例子。

相关案例：Exxon、AT & T和通用电气

Exxon：世界石油市场的格局已定，因此Exxon公司要在本行业保持前列，不需要彻底改变策略。然而和西尔斯、IBM和通用汽车不同，Exxon虽然没有成为变化莫测的市场的牺牲品，但它却受到本行业内部合并的影响，其中包括美国石油公司的合并；Shell、Texaco和Star公司的炼油和市场营销部的合并；Tosco购买Unocal在加利福尼亚的炼油厂；Ultramar Diamond三叶草购买Total公司的炼油厂和市场营销部；还有Marathon与Ashland公司的合并。Exxon与从前的对手——美孚于1999年合并。

AT & T：具有讽刺意味的是，与IBM不同，AT & T之所以得以生存是由于它在一次反垄断案件中败诉，被要求分割成7个子公司。这次分割对于各个子公司的商业范围进行严格的重新界定。相对来说，IBM公司是因在反垄断诉讼中胜诉而兴起的，但后来却在另一起反垄断诉讼案中败诉[9]。Exxon早在一个世纪以前就有与反垄断相关的经验了，但可笑的是，在与美孚合并后，这两者的联合却由于反垄断强制行动而破产了。与之相反，AT & T的几个子公司却在反分割中重新联合起来。在微软的反垄断诉讼中，看它是选择通过控诉还是调解，以何种方式解决，这将是极为有趣的。

通用电气：1980年，通用电气（GE）是一个相当庞大的密集型公司，财政基础也相当牢固——债券信度为AAA级，平均每年返还红利的利率为19.8%[10]。该公司被《财富》杂志评选为全美第七大有价值公司。1980年12月，公司任命John.F.Welch（杰克·韦尔奇）为首席执行官兼董事长。韦尔奇不相信通用电气公司表面红火的现象反映该公司真正的价值。接下来的10年中，韦尔奇从上到下梳理了公司的密集产业。现在，仍有人认为，如果没有韦尔奇，通用电气公司是不可能在《财富》杂志的世界大公司榜上有名的。

韦尔奇坚决要求通用电气公司的每一个产业都是该行业的第一或第二，任何不能达到此要求的都将被淘汰。10年里，通用电气公司卖掉或关掉价值100亿美元的工厂和生产线，花费180亿美元购买工厂或公司以推动剩余产业的发展，其中著名的收购包括1986年购买Kidder Peabody以充实通用电气公司的财务系统，购买NBC（国家广播公司）以充实通用电气公司的广播产业。

但是，韦尔奇并不满足于仅仅收购或卖掉企业，他的目的是使通用电气公司庞大的运营机构的每一部分都发生变革。他想把公司变成一个最小的启动器，高效并反应敏捷[11]。为达到这个目的，他将公司机构进行精简，使中层管理者的权限扩大到极限。韦尔奇的理念是：如果雇员们工作过度，他们

就会花更少的时间参加会议或进行其他阻碍公司反应速度的官僚行为。这些变革的影响是深远的——通用电气公司在20世纪80年代削减了10万名雇员。尽管有人责备韦尔奇裁员太多，还有经理抱怨说变革会使人没有安全感，对公司不忠诚，但公司的财政逐年增长却足以说明一切都是值得的。

韦尔奇想使从最底层到最高层的每位雇员振作起来，他想在通用电气公司进行大规模的文化变革，那意味着将所有劳动力都调动起来。韦尔奇引进了一种新的工作理念："解决问题（workout）"。这与德国的雇员关系方法很相似。"解决问题"这个方法就是从各个岗位、各个层次选出50～100名雇员，代表各自所处等级和资历的人，他们在两天的会议中讨论各自的工作，鼓励最底层雇员提出建议：他们的工作如何能简化，能更有效？根深蒂固的坏习惯如何能被根除等等。在这种方法实行前两年里，共开了2 000次这样的会议，有些会议有一些供应商及顾客参加。

尽管有些人批评说韦尔奇授权给普通雇员是徒劳的[12]，但毫无疑问，韦尔奇的变革影响到最底层的雇员。下面引用1999年《福布斯》杂志的报道"杰克的影响"（杰克是John F. 韦尔奇的昵称）：

> 舆论一致认为通用电气公司是世界上运营最棒的公司，但这个电气业"航母"却是由许多看似毫不相干的部分构成的——喷气发动机、灯泡、合成聚合物等等，ITT、Westinghouse还有其他的集团公司的多元化经营搞得一团糟，但通用电气公司却成功地做到了这一点。在韦尔奇的领导下，通用电气公司挑战了保守的传统逻辑：公司的各种部分的价值总和比整个公司高。其他的公司以比各部分价值总和低的价值卖出去了，而通用电气公司的整体价值比拆开的价值总和要高出40%～70%（通用电气公司最近每股卖到147美元，公司价值高达4 500亿美元）。

通用电气公司做了什么，而通用汽车公司没有做到呢？要是2001年韦尔奇退休会怎么样呢？

就"恐龙"而言，毫无疑问，IBM、通用汽车公司和西尔斯的失败至少在部分上是公司管理的失败。例如，西尔斯公司的首席执行官、总裁、最大的（也是业绩最差的）部门经理、董事会任免委员会主席以及代表公司雇员的25%股份的受托人都是由同一个人担任的，问题肯定会出现，并会愈演愈烈，这不足为奇（见西尔斯公司案例研究）。本来这些职位应由不同的人担任以达到互相监督制约的目的，现在却由一个人担任，这就妨碍了正确观点的提出。当同一个人既担任决策者，又担任评估者时，他已经无法辨别赫希曼所谓的"可弥补性错误"[13]。

能够确保正确意见提出的最好的方式就是建立一个体系：首席执行官的利益和股东的长期利益尽可能的平衡。事实上，只有这种平衡才能给予管理者们足够的能力和信任，以使他们有效地履行职责。

尽管管理者们都是为自我利益着想，但可以通过自动调节把这种利益和投资者利益划等号[14]。当一切"公正"时，则不使用自动调节，此后，表面矛盾表现在管理者比调整者有更多

的自由。

“大困难比小困难要更有益，大困难会唤醒你去解决它，而小困难只会让你去习惯并忍受。”

Fulke Greville 爵士

经理报酬

在接管泛滥的时代，唤醒了机构投资者，正当他们想要有所行动时，接管时代又结束了，但在那个时候出现一个新问题：首席执行官的报酬过高，这激怒了很多人。从某些方面讲，对于行动派来说，这是理想的公司治理方式。对报酬的抱怨应以合理的方式提出，可以从政治上、经济上提出诉讼，而不要以闲言碎语的方式。这是一个从经济版到封面、到社论版、到休闲版，甚至在某些讽刺文章中出现的公司治理问题。这不仅仅是一个全民性的运动。没有人抱怨比尔·盖茨在微软赚到的钱，但当报酬和业绩不是联系在一起的时候，经济媒体表现的和股东一样愤怒，甚至《福布斯》杂志用整版的大标题报道有关总裁酬金的问题：“这毫无道理。”[15]

这也是惟一由股东才能合理提出的问题。由于业绩突出而获得的报酬是最完美的，只有股东行动才能对股东价值有最直接的影响。如果将报酬和业绩挂钩，所有其他的股东行动放在第二位；如果报酬和业绩无关，所有的股东行动也就没有区别。

股东对报酬所起的作用是从一个最简单的出发点出发：报酬显示了投资机会，报酬分配方案是某个公司作为投资项目最清晰的标志，它能够显示对首席执行官的激励机制如何。如果房主想要卖房，他想要在两个房地产经纪人中做出选择——一个经纪人只想要固定的佣金，而另一个经纪人要成交价的百分比，很显然，房主会选择那个佣金与成交价挂钩的经纪人。与此相似的，股东也会投资给报酬与股东收益挂钩的首席执行官。报酬分配也会显示公司的目标是什么，首席执行官和董事会对于公司的未来是否有信心。

格雷夫·克里斯特尔在他的关于《经理报酬是否过高的的研究》[16]一本书中探讨过，报酬分配对于投资者选择股票是有影响的。他下结论说，董事会如果认为股票不再升值时，就会给经理人“限制性股票赠予”。这一结论已经由他对进行这种赠予的公司的研究数据所证实。如果他的分析是正确的，将进行限制性股票赠予的公司的股票卖掉，将会是一个非常明智的投资策略。

进一步来说，酬金问题给股东们提供了最具成本效率的机会。股东可以将有关经理酬金的股东报告仅用邮寄的方式就可以向上呈递。在修订过的高度简化的代理权制度下，股东们仅以几封信或几个电话就能与其他股东交流自己的观点。股东们尤其是信托股东们，越来越愿意用这种方式交流，因为这样可以引起关注，风险很小，增加回报的可能性也很大。

在酬金问题上，股东行动特别呼吁：首席执行官能够得到高薪只有一个原因——因为他们去冒险，他们的酬金应该为那些冒险提供足够的激励。股东行动能更好地平衡这些激励，在这种程度上，它是具有高额回报的投资。

那么，股东们的问题不是酬金本身，而是酬金以什么形式分发。除了极少的一些极端主义者外，股东们对于高层管理者的高额报酬并不反对，前提是他们能够为股东们创造更多的价值。

可口可乐公司前任总裁郭祖塔（Roberto Goizueta）获得了 8 100 万美元的股票赠与，该公司股东非常满意在他的任期内每年有 38.2 %的回报。股东们所反对的是高级管理人员获得高酬金却不能带来回报。他们所关心的是要将报酬和业绩紧密联系起来。

获得高额报酬的只有很小一个群体：摇滚明星、电影明星、运动员、投资银行家和首席执行官。除了首席执行官之外，所有的都是根据他们的表现付报酬的；而在那个群体当中，首席执行官们是惟一能够选择由谁付给他报酬的。其他人的报酬和表现是紧密相连的。麦当娜在 1991 年共收入 3 800 万美元，几乎都是来自于她的唱片销售。但是，当年她出演《迪克·特雷西》时，由于票房成绩糟糕，只拿到了法定的最低酬劳。在 20 世纪 80 年代赚了数以百万的投资银行家们，90 年代却有可能失业。但是，统计数据显示，首席执行官们不管业绩如何，收入一直很高；但是，舆论对首席执行官高额报酬的宣传为报酬公开制度的改革提供了动力[17]。

当然，那些大惊小怪的人忽略了一点。在许多情况下，甚至是大多数情况下，酬金不是问题之所在。问题是在有些案例当中，整个体系管理就是一个失败。作为酬金的分发人，如果股东们在公司体制失控的情况下不能采取行动，公司就无法正常运作了。与业绩不挂钩的酬金仅仅是无法确保管理可靠性的公司治理结构的一个症状。

问题是不能单纯把酬金和业绩联系起来，还可以使用一些标准来确保股东红利，一些酬金顾问们很善于制定出许多“业绩方案”，这些方案至少其中之一是可行的。克里斯特尔的书中用一整章来仔细描述时代华纳公司前任总裁罗斯（Steve Ross）的报酬，克里斯特尔称其为“酬金王子”。罗斯的 7 个不同的长期激励方案包括：2 110 万美元的股票期权、6 960 万美元的红利（加上相当于酬金的 380 万美元的红利），以及根据过去两年中一个 8 周的股票最高平均价格进行支付的另外一套单位[18]。另外，由于华纳被时代收购时股票升值，他还得到 5 870 万美元。从这 7 个分配方案当中，他在 17 年中获得了 2.36 亿美元，平均每年得到 1 400 万美元[19]。值得提出的是，罗斯的聘用契约是由董事会投票通过的，其中包括公司 5 名管理人员。如果没有他们的话，该契约是不可能被通过的。

罗丝在华纳的业绩非常糟糕。问题是高额报酬几乎是一贯性的，报酬方案没有将报酬与业绩挂钩。但是，股东所关注的问题，不应仅是把报酬与业绩挂钩，而要确实提高业绩。

什么样的分配方案，在什么样的环境下，才能刺激什么样的管理者领导公司将给股东的回报最大化？什么样的报酬制度可以较长时间地使公司长期保持最好业绩？好的酬金制的标志是什么？更重要的是，坏的酬金制的标志是什么？

1999 年，格雷夫·克里斯特尔称瓦纳可（Warnaco）公司的瓦赫纳（Linda Wachner）为“酬金反面角色”，这是基于克里斯特尔报告下面的节录：

- 基本报酬为 270 万美元，高出市场 299 %。这还不包括她运营一家较小的正宗健身公司（Authentic Fitness）的 110 万美元的薪金（鉴于瓦纳可公司的业绩，很难想象该董事会允许她从事另一份全职工作。或许这就是为什么于 1999 年该董事会同意购买 Authentic Fitness 公司了，在那桩交易里，她和瓦纳可公司几个董事面对面地谈判）。

• 总的现期报酬为 870 万美元——高出市场 638 %。

• 总直接报酬为 7 380 万美元——高出市场 1 818 %。

• 1 818 %这一高额比例比 1998 年薪金研究中的 857 个首席执行官都高，排在第二名的比例仅为 893 %。

• 1998 年期权赠与估计现在价值 5 820 万美元。

• 除此之外，她从 1998 年的期权行权中获益 7 560 万美元。

克里斯特尔还指出，“她的董事会也是过度高额报酬的——高额报酬及超高额的期权赠与。”

明白激励机制很重要，但如果有些机制阻碍工作完成的话，世界没有任何激励机制能行得通。有些所谓的“激励机制”被人篡改了。赢利目标可以通过剥离于公司而不是增加销量而实现。更重要的是，没有任何激励机制能够将一个业余运动员变成奥运金牌获得者，也没有任何激励机制能将一位冲昏头脑的首席执行官突然改变成扭转乾坤的英雄。

正如本节开始所言，在报酬问题上，股东和管理者之间的矛盾是固有的；然而，重要的矛盾不是报酬的金额上，而是报酬是什么的变量。股东们希望报酬尽可能地因业绩好坏而增减，而经理们则希望尽可能稳定，甚至那些希望报酬随业绩上升的人也不愿报酬随业绩降低。

这个固有的矛盾直到 20 世纪 90 年代早期才变得明显，那时“报酬”问题成为杂志头条新闻、电视热点报导和美国国会听证会的讨论焦点。1991 年 CalPERS 号召 ITT 的股东在给其董事会投票的时候“保留选票”：该公司首席执行官 Rand Aroskog 的报酬在股票下跌的情况下却翻倍增长，1 %的“保留选票”导致对该公司报酬分配的全方位审查，克里斯特尔的书中曾用整整一章来描述过高付酬的仙童（Fairchild）公司。该公司董事会同意全盘修订公司的报酬方案，包括削减首席执行官 Jeffrey Steiner 的 25 万美元现金报酬，取消 50 万股股票期权，同意在 1993 年之前不再给予新的期权，1996 年以前报酬不再增加。这是通过股东讼诉解决的，作用不大，因为法庭不大愿意给经理薪酬制造麻烦。

通用动力公司（General Dynamics）被《经济周刊》取 3 个绰号叫“慷慨的动力”（Generous Dynamics），因为该公司由于股票连续上涨 10 天，就给它的经理们薪金加倍。在股东的压力和“60”分钟的访问之后，公司召开了一次特别会议，以便得到股东对公司进行重大变革的同意。联合航空公司同意在代理权陈述会议中进一步公开报酬方案，这是在与股东联合会协商的结果。许多公司都宣布减薪，在美国航空公司，董事们在要求雇员们减薪的同时也减少自己 20%的报酬。

1992 年，对经理报酬的关注又在继续，SEC 改变了原来的政策，允许顾问股东（advisory shareholder）对报酬分配提出意见（对股东提案的探讨见本书第 2 章）。之后，他们又改变另一个政策，允许对提案投票，提案将促使公司在对期权重新定价之前要先得到股东的同意。

媒体和政客们对经理报酬的金额很是关注，而股东们关心的不是“多少”，而是“如何付酬”[9]。两个最重要的付酬方式是：股票期权和限制性股票赠与，股东们越来越意识到这两种方式的重要性。

报酬顾问 Towers Perrin 发现，从 20 世纪 80 年代中期到 90 年代中期，给首席执行官的股票期权的平均面值已经翻倍，已经比每年报酬的两倍还多。根据一项研究，1992 年 53.92 %的公

司将股票权作为报酬的一部分；到 1997 年，这一数字增长到 71.85 %[1]。

在 20 世纪 90 年代末，新建公司首席执行官们都要求高额薪金，以匹配高技术经济下的企业。尽管缺乏证据说他们任职首席执行官会有什么风险，大多数的董事会顺应这一要求。新经济下的经理们业绩不怎么样，但却拿着高薪。美国在线（ AOL ）的凯斯（ Steve Case ）从 1996 年到 1999 年总计酬金为 3.33 亿美元，而平均利润率是 - 119 %。传统经济的经理们也是一样，迪斯尼公司的 Michael Eisner 在《经济周刊》上报酬—业绩调查中是最后一位，3 年中他的酬金是 6.369 亿美元，而 3 年的绩效仅为 28 %。米高梅公司将一位退休首席执行官的股票期权由每股 24 美元降至 14.9 美元。Phillip Morris 公司决定为股票期权付股息，这样如果期权打了水漂，经理们也会源源不断一直有收入的。西尔斯、Roebuck 公司在得知经理们未能完成预定业绩目标而可能影响到红利奖金时，就将期限延期，并且废除了原来的酬金—业绩挂钩制。Webvan 公司的 George Sheehan 除了得到 125 万股非限制性股票赠与之外，还得到 150 万股的股票期权。Joseph Galli 重新被 Amazon （亚马逊）公司聘用，条件是如果他的期权如果到 2003 年不值 2 000 万美元的话，他就会得到相同金额的现金。

这些事例说明了董事会怎么样？

“在公司的首席执行官的薪金不是市场对他的成就所给予的报酬，通常这薪金的本质是他个人对自己的酬劳。”

伽布瑞斯（John Kenneth Galbraith）

股票期权制

当然，股票期权被看成是对一个人业绩的最根本的酬金。期权制是公司给予高级人才的一种权利，持有期权的高级管理人才可以在规定的时间内以期权授予价格购买本公司的股票。因此，如果在授予时和期权行权时这段时间内股票价格上涨，管理者就会获得收益，而不用花费资金去购买股票（有关评估及购得股票期权的论述在第 1 章）。

从理论上来讲，至少，除非股票上涨，获得股票期权的人才能有所收益。对股票期权方案典型的描述是：“公司的股票期权制将看重的是股票价值，目的是发展所有制，加强雇员的忠诚、对长期的商业成功进行回报，并且使高级管理人员的利益和股东利益同时增加。”但正像一位报酬顾问所讲：2 /3 的股票价格变化的因素是市场和行业因素（公司管理层对此是无法控制的）[2]。巴菲特（ Warren Buffett ）在他的年度报告中提到股票期权制无法将个人业绩和报酬联系起来：

当然，股票期权通常给予那些有才干的、为公司增加财富的经理们，而且他们都确实值得付那些酬劳（事实上还有少数经理得到的远远不够）。但当期权授予后，它就无法和个人业绩相联系了。因为期权是无条件的、不能废除的（只要获得期权者还留在公司中），经理就变得游手好闲，从他的期权中收益了。这个管理者就乐于享受 10 年，而不想更好的激励机制了……

具有讽刺意味的是，对于期权的描述经常是说期权把经理们和雇主放在同一个财政战壕里。事实上他们不是在一起的。没有任何老板能逃避资金成本，而固定价格的期权持有者根本没有资金成本。老板要权衡发展潜力与降低风险，期权持有者则不。事实上，你想到获得期权通常是你要放弃所有权（我很乐于接受彩票这一礼物，但我从来不去买彩票）[28]。

热衷于得到期权的人说他们能有效地增加公司长期业绩。但 Phillip Morris 公司在首席执行官 Hamich Maxwell 退休的时候给予他 50 万股的期权，这与业绩和激励丝毫无关。

期权授予更糟糕的方面是“重新订价”，当股票实际价格低于期权价格时重新发行股票期权。苹果计算机、所罗门兄弟公司和西方石油等公司曾重新给管理人员的期权定价[29]。这将管理层股票期权授予的所有的风险都消除了（同时，股东们的利益也丧失了）。尽管其目的是为了激励管理者，但这就像白给他们现金一样。股东介入后的最有利的方面就是股票期权重定价已经广泛废除了。

与此同时，另一种几乎与业绩无关的期权授予又开始盛行了。那就是大量的期权赠与，甚至股价每股只上升 1 美元都会导致数百万美元的付酬，即使上涨的价格等于或小于市场其他股票。像“重新定价”一样，巨额期权赠与消除了报酬方案中的不利因素。美国外科器械公司首席执行官 Leon Hirsh 被赠与非常多的期权股，他的报酬已经没有风险，他所获期权为 600 万美元。如果股价价格上升，甚至只有 1 美元，他就可以赚 590 万美元。SEC 总裁 Richard Breeden 说：“巨额期权赠与是愈来愈流行、也愈来愈令人烦恼的趋势，一些巨额赠与对于股东来说意义微乎其微。……股东们有权知道那些董事们做此赠与的确切原因。”[30]

相关案例：Borden 公司

在 Borden 公司，在代理权陈述大会上，由于公司没有达到业绩目标，首席执行官也没有获得奖励红利。之后不久，董事会却给首席执行官以购买 10 万股公司普通股的期权，当然要在下一次年度股东大会上通过才能享有这一权利。但根据雇用合同，“如果在公司下一年股东大会上，股票期权方案不被通过，公司应给首席执行官提供由报酬委员会决定的等额报酬”。换句话说，如果股东们决定首席执行官不能得到股票期权，他就会得到等额的现金。

在这种方式中，在报酬和业绩之间有何关连？这能显示出董事会是代表“选举”了他们的股东吗？

注意：这个报酬方案还包括公司要为首席执行官的两处住所付款，包括所有的税款。还要注意，尽管合同说除非犯有重罪首席执行官是不能被解职的，他在签订合同不到半年就被解职了，虽然他不在岗位，但这并不影响他的工资。他拿到了 5 年该得的报酬。

股东们之所以选择期权，是因为他们想把他们所得的回报和确定的公司业绩联系在一起，而不是和市场变化联系起来。想要做到这一点，一个方式就是自己制定期权分配，使期权分配金额和股票市场价格一起上升。那样的报酬就反映了公司股票的绩效。另一个选择是将期权以高于当前股价赠与。报酬顾问 Ira Kay 是 Hay 集团的管理顾问之一，他说委员会应该在报酬分配方案中引入风险机制，将高额的股票期权“卖”给经理们。给那些保留期权的经理红利并给予额外期权。股东们对报酬分配越

来越现实了。投资者责任研究中心统计，1988年有3.5%的股东对期权方案投反对票，1991年，这一数字为12%；到1998年，有15个期权方案被股东否决，有270个方案至少有30%的股东反对。

限制性股票

有些公司不是授予股票期权，而是进行“限制性股票赠与”。这种赠与规定在一定时间内持有人不能支配这些股票，通常是2年或3年，但有时是在持有人的任期里。克里斯蒂尔对于限制性股票赠与也持有不同观点，他认为这种赠与是市场的信号，甚至管理层都不知道股价是否会上升，这种赠与风险很小。持有这种赠与的经理通常定会赚钱，除非股票价格为零。对李·艾科卡（Lee Iacocca）在克莱斯勒任职早期和末期的报酬方案做一个比较。他曾一度在股价1美元的状态下经营克莱斯勒，但在6年中，期权使他获利430万美元。另一方面，1983年至1987年，艾科卡获得455 000股限制性股票。20世纪80年代末，克莱斯勒的股票价格只有原来的一半。1991年，克莱斯勒有资格获得红利的经理们得到的是限制性股票，限制期限只有几个月。既然他们根本不是花钱购买的，那么这就是额外的报酬了。

股东关注的几种报酬分配方式

最近股东所关注的问题还包括以下有非议的报酬方式：

“保证红利”——根本是矛盾的语言

时代华纳的经理们被告知他们的红利不会少于工资的125%，尽管理论上，冠军公司的Andrew Sigler的红利在工资的0%～110%浮动，他所设定的目标却相当低。如果他们的业绩达到当年初定下的目标，他的红利为工资的66%。如果Sigler不想得到红利，他的业绩表现必须要比他最初制定的目标糟糕很多，而他对那个目标是极有决定权的。1991年，该公司每股盈利为0.84%，Sigler的红利为294 000美元。

捆绑式提案

有些公司经常把不受股东欢迎的提案附在特别红利上。1992年秋SEC出台新的规定禁止这种附加式捆绑。有人呼吁，对于这项规定，在股票期权和其他与报酬有关的提议中进行明确阐释，但目前还没有这样的声明。

故意装傻

1992年SEC发表了新的经理报酬分配公开的规定。这一规定出台是为了防止公司以合法叙述掩饰报酬分配。然而，这一规定一经发布，律师的酬金顾问们开始设计多种方式以使报酬对于股东们更加模糊。

部分地讲，逃避公开报酬的企图已经违反了与股东交流的规定。SEC将代理权分析服务从代理权规章中免除，这已经给那些正在解体的公司和公开报酬方案的公司很大的活动空间了。明智的公司管理者关注的是与投资者良好的关系，而不是去想办法逃避新的规定，他们会把这些新的规定看成是达成公司目标业绩的有效方式。

1993年，一项新的报酬规则又出台了。许多人预测这将更刺激管理者掩盖他们报酬的真实金额了，除非是那些达到特定标准的与业绩挂钩的报酬，1993年的预算去掉了酬金中扣除的100万美元。一些报酬顾问认为这项规定是检验他们智慧的又一项测验。《华尔街报》报道："如果有，也是极少数公司打算对减少报酬的法规做出积极回应。"[3]他们惯用的秘密武器有：将更多报酬延期到退休以后、制造两个红利方案、设定能赠与的最大期权数来调整股票期权方案。一个报酬顾问告诉《华尔街报》说：由此项法规引发的专业收入远远高于由它而增加的税收[4]。

圣诞树

首席执行官如果达到许多报酬方案中的有些条款，那他们是非常令人敬佩的，但还有一些其他的条款与业绩无关，例如：股票期权和业绩方案通常是报酬分配方案的附属品。

只升不降的报酬计划

这样的报酬方案包括不因股价增加而打折的股票赠与和股票期权，通过补偿性红利或重新定价而减少期权持有者损失。管理层将面临对此种方案的反对意见。

假意削减

1991年，虽然公司的利润下降了15%，几乎是1990年利润降低的两倍，首席执行官的报酬仍上涨3.9%。有些公司大幅削减报酬，但通常这些"削减"又由高额股票期权所弥补，甚至超过削减的报酬。当今，明智的股东，尤其是机构股东，不会再被此类管理手段所蒙骗。1992年在Westinghouse公司发生的"保留投票权"事件就反映了股东对此类报酬的关注。

未来的方向

1992年10月，美国证券交易委员会SEC发布了对两则规定的变更，这些变更对股东确保报酬与业绩挂钩的能力有重大的影响。

首先，SEC要求公司要在代理权陈述会议中以明确易懂的方式公开报酬分配方案。从1993年以后，公司应该公布5位报酬最高的经理的简要收入表，分别公开他们的薪金、红利和其他年度报酬，股票期权、股票增值权还有其他长期激励奖金也要公开。新的规定还要求公布两个表：一个表要列上所有的股票期权授予，以及在股票可能上涨的范围内的估价；另一个表要求公司画图表，对公司整个5年给股东的回报和市场指数（如：标准普尔500的指数）做比较，并和行业内其他公司做比较，这样，股东们就能很容易估测出公司的业绩并决定给经理的报酬是否值得[5]。

另一则规定变更将股东们从要求公开报酬的烦恼中解脱出来。从此，那些关注过高支付报酬的股东们可以与其他有类似想法的股东讨论此问题（见本书第2章）。

这些表明，股东们将继续运用新法规要求更明确地公开管理者的报酬，他们有权决定对董事会投反对票。他们也更灵活地运用 SEC 的 14 条股东交流规定来交换他们的分析意见、与报酬有关的提案以及投票的信息。

附加在这两项 SEC 变更后的宣传单说，SEC 的目的不是要引起新的股东讼诉行为，而是想给股东更好的依据来评估董事们，规定还要求报酬分配方案后应附上报酬委员会成员名单，这有助于股东们知道分配方案的责任人是谁[2]。拉帮结派现象应被曝光，这样，股东们就对那些与股东利益不符的董事们“保留投票权”（有关保留投票的论述见本书第 3 章）。

越来越明了的报酬公开制度对于投资者也是重要的，不论是在投票选代理权，还是决定买卖公司股票时，这都能使投资者们做出明确的投资决定。对于正在考虑是否买卖股票的投资者来说，公司是否具有能将股东和管理层利益平衡的激励机制是最重要的。对于正在考虑谁是董事会（包括报酬管理委员会）理想人选的股东来说，在报酬分配方案中优先考虑股东的利益和保持报酬管理委员会的独立性是最重要的。股东们将运用现有的越来越清晰的信息来决定是否买卖股票，什么时候呈递或支持股东行动，董事们和管理层不再利用 SEC 的“提前明确”规定与股东交流。明智的经理愿意利用股东行动来接近股东，并交流彼此的意见。

报酬制应该是董事会报告中的一个项目，而且是很重要的项目。董事会如何平衡经理和股东之间的利益冲突？董事会对这些利益冲突的调解方式是他们的独立性和能力的很重要的标志。糟糕的报酬机制不是问题的根源，只是表面现象，根源是不合格的董事会，必须要说服股东改组这样的董事会。

新的规定不是让首席执行官的报酬降低，而是意味着提高。股东们已经觉得，如果他们不清楚他们所付出的将得到什么回报，他们肯定会为此回报付出得过多，正像 SEC 主席布瑞登（Richanel Breeden）引用他的前任威廉斯（Harold Williams）的话：“防止滥用报酬分配最好的方式很简单——阳光的力量和消息灵通的股东的力量”[3]。

首席执行官的任职合同

首席执行官的薪水只是“冰山一角”，要想知道整个内幕，就应先看看首席执行官的雇佣合同。从理论上讲，合同是公开的，而事实上很难看到。这些合同都只是公司报表的附件，不会给股东分发。由于没法知道是何时签订或修订的合同，要花很大精力才能在成堆的文件中找到确切的合同。本书编者建立了一个网站：http：// www.thecorporatelibary.com，在这个网站上，读者从理论上和实际操作上可以了解此类合同。

这些合同是经过律师、报酬顾问和“猎头”们反复推敲而签订的。由于同一个顾问拟订过许多合同，合同互相之间有很多相似性，包括一些不合理的条款（例如，代表首席执行官协商谈判的律师费用要由公司支付等）。下面要讨论一些合同的利与弊。

目前我们看到的合同，没有一个能比得上 GE 的杰克·韦尔奇的合同，他被许许多多的人看成是美国最好的首席执行官。韦尔奇的合同篇幅短，却抓住要领，目的是为公司抓住机遇，引起公众的注意，使首席执行官的才能更好地为公司服务。它的条款是前所未有的——董事会有权在任何时候解雇首席执行官，合同没有规定任何特殊的红利、酬金和临时收入，也没有提

供特殊保护。那些宣扬有必要保护首席执行官的收入以使他们业绩突出的人应该看看业绩非凡的首席执行官的合同上是怎么写的，这个合同是对韦尔奇和他的董事会的约束。

另一方面，最糟的合同当属 Robert Annunziata 的了，正当上面所提的网站将他的合同作为最差合同的典型一周之后，他就宣布从 Global Crossing 公司辞职了。Annunziata 在他在该公司任期一年里创造了极大的股东价值，但是，在他的合同中，付酬和业绩之间几乎没有挂钩。公司业绩下滑后，他的报酬却没有随之减少。举例来说，Annunziata 获得 1 000 万美元的红利和每股低于市场 10 美元的 200 万股期权。他的“保险红利”每年不低于 50 万美元。将为他和他妻子购买奔驰汽车这一条件写入合同，他要乘坐公司喷气式飞机出差。为了防止他想家，他的家人，包括他的母亲，每月要坐一等舱飞机来看他。

可能董事会甚至股东会认为，家属的一等舱飞机票、1999 年新型 SL500 奔驰车的花费对于他工作的重要性和为公司所创造的价值来说是微不足道的。但对于我们来说，能赚 3 000 万美元的人是有能力支付一等舱机票和奔驰车的。更重要的是，真正愿意对公司负责的人是会以等于或高于市场价值获得期权的，股东们愿意信任那些信任自己的人。Global Crossing 公司和 Annunziata 签订了如此荒谬的合同就相当于给雇员们、顾客们和投资者们传送了错误的信息。

Annunziata 的离任显示了像这样的条款可能会吸引一些经理，但那并不意味着这些被吸引的人是董事会所希望获得的人才。这样的合同能让他们上任，但并不能留住他们。Annunziata 是 Global Crossing 公司两年内的第三位首席执行官。

标准的操作程序更有趣，下面有三个值得一提的程序条款：

总数攀升

乎所有高收入的首席执行官都要付一些额外收入税，尤其是“行权税”。大多数合同都写入了条款，要求公司支付这一部分税费。在行权税法规公布之初的过渡时期，这一要求可能有其合理性，但随着时间推移，这越来越不合理了。Leona Helmsley 曾说过“只有小人物才纳税”。首席执行官们的薪酬已经够多的了，他们应该像其他人一样为自己的收入纳税。

依据

由于某种原因而终止任职的首席执行官并不能得到无原因终止任职的最终酬金，这是有道理的，后者有权得到报酬。

问题是在首席执行官雇佣合同中，“理由”条款被重新定义了。由于业绩不佳而被停职却没有金钱补偿的条款在雇佣合同中已经几乎不存在了。“理由”通常被定义为重罪、斯诈、挪用、重大渎职以及道德败坏。在 R.Us 玩具公司，前首席执行官金斯敦（Michael Goldstein）的雇佣合同中说，如果他没有犯重罪就不会被免职。Newmont 矿业公司的 Ronald C. Cambre 的合同规定必须有 3/4 的董事发现他不够资格胜任才能被停职。Schering Plough 公司 Richard J. Kogan 的合同说，如果他自己置疑被停职的理由，除非法庭裁定，他是不会离职的。尽管有些合同确实包括在董事会的指导下会对首席执行官免职，却只有极少数合同提到将业绩不佳作为免职的理由。有某几个合同提到了业绩，但却说是“显示出让人不信任”的业绩，这明显就是说仅仅业绩不好不是免职的充分理由。

最近有人提议说，把无理由停职补偿和与因控股权变化而离职补偿平等对待，这也是极其令人烦恼的。控股权变化补偿的目的是使首席执行官的利益和股东的利益在评估商业合并中达到平衡。无理由停职补偿的目的是将无业绩的首席执行官驱逐出去。这也会使无聊的首席执行官因进行了与股东长期利益相反的收购而使其身价贬值。

与花费脑筋将一位令人不满意的首席执行官通过讼诉停职相比，这些合同条款的成本可能要小，但我们认为，董事会能有更好的方式。对于首席执行官要经手的大量资金来说，不严肃就是冒很大的风险。而这种合同使首席执行官的职位变得没有风险，或鼓励他们离开，ATT、Mattel、迪斯尼和 Global Crossing 的首席执行官的离任就能证明这一点。

任何岗位的任何雇员对于不佳的业绩都是负有责任的。董事们如何将业绩这一要素写进合同呢?

变更控股权

在“依据”中，对于“控股权变化”有明确的定义，央行就是绝对拥有至少 51 %股份的公司。尽管研究表明，大股东是股东价值最有效的监督者，尤其是在董事会中任职的大股东，但董事们并不努力使首席执行官和大股东们合作。

我们认为，确保首席执行官全力与大股东合作是符合股东利益的。首席执行官能如此轻易离任，使那些想大量购买股票的人望而却步，这就断了那些潜在的投资者的念头，他们不会把钱投在首席执行官随时离任的公司的。

进一步讲，这些情况导致不良动机。最近，时代华纳和美国在线合并就清楚地显示了这一点。克里斯蒂尔在他的报告中指出，这次合并后，给时代华纳的经理们 18 亿美元的期权收益，这只是董事们为了自身利益做的决定，而不是交易本身的要求[3]。

先付一半，余款后达

理想的首席执行官雇佣合同应该把报酬和创造股东价值紧密联系起来，并提供激励机制。任何与此目的不符的或矛盾的合同，都表明公司董事会没有把明确的信息传递给首席执行官、管理者和员工，或是投资机构。

这种合同的重要性不是因为它显示首席执行官的业绩如何，而是它展现公司董事会是什么样的。股东们希望首席执行官是有进取心的，甚至要有些贪婪；但股东希望依靠董事们确保他这样的品质是为股东价值服务的。首席执行官如果想要月亮，这很好，但董事们要说：“好，你现在可以拥有半个月亮，另一半留到股价翻番时再给你。”如果董事会没有这样做，那股东们就会提醒他们“我们要求可以信赖的人”。

雇员：报酬与所有权

老板们把钱投进买卖中，而工人们则投进他们的一生。他们与老板有同样的权力来经营企业。

Clarence Darrow

在制定公司政策和经营方向上，员工起了什么作用呢？员工可以持股吗？在公司治理结构中，员工的作用是什么？更确切地讲，把员工利益和公司长期发展联系在一起的最好方式是什么？

法律界、经济学界以及最近管理学界的学者们研究说，给予员工更多的决策权以及持股权将使公司生产力提高。有些人甚至认为，雇佣本身就是所有权的一种形式，这一说法回应了Clarence Darrow上面的评述[2]。在公司治理结构中，研究不同国家员工所起的作用的例子是非常有意义的。

每天每个员工都面对选择：使公司利益最大化还是为自己利益而工作。能确保员工做出正确选择的最好方式是什么？我们来看看他们的选择：出差，一旦员工公出，他有许多选择。他可以乘一等舱，他可以把出差时间和地点安排对自己有利，他可以多开发票。许多公司对此项开支严加控制，一定职位以下的员工公出必须乘普通客机，周一和周五的公出也要特别批准，以确保员工不是借机去渡周末。还有很少一部分公司做法完全相反。他们的观点是：如果信任员工能以公司利益为重而出差，那么他们也会为公司利益很好安排行程的。

单纯的信任是不够的，想要此种做法可行，还要引入一种机制：员工持股以及参与公司管理，这样能使出差成本最小化。一味地加强规章制度，会使员工精力分散，管理人员的不安全感增加，在琐事上浪费金钱，教员工如何“欺骗公司”[3]。这种规定不是创造信任感，而更容易让人远离信任。

从公平（承认雇员在过去的贡献）和生产力（把雇员的未来贡献最大化）角度讲，如何建立公司治理结构和所有权结构，以使员工起到积极的作用呢？

如果我们承认公司构成的优势是把不同方面的资金和劳动力集合起来，为了所有者的利益而服务，我们就必须认识到核心问题之一——就是这些利益如何分配。

事实上，在这个问题上的争论可以追溯到柏拉图，他曾在几乎每本书中都详细谈到财产这一问题。而卡尔·马克思认为，“所有权”最终属于那些创造产品的劳动力，资本主义的雇主们非常愿意得到卡尔·马克思所说的“剩余价值”。马克思说，所有的价值都是劳动的结果，雇主付给工人的工资低于他们所创造的价值，之间的差额就是雇主自己的利润。马克思预测说，将来在社会主义经济中，工人会根据他的劳动时间从社会供应中取酬[3]。

腾布尔（Shann Turnbull）是一位澳大利亚商人兼学者，他是以投资家的观点从现代角度看待“剩余价值”这个问题的。在他看来，资源发达、但资本短缺的国家要吸引国外投资以扩大财富，增加就业机会，在那种环境下，“不能因为要吸引投资就给外商过多回报，这不符合宏观经济学。让剩余利润流失到国外也不好。使用狭义上的公司理论从经济上讲是具有破坏性的，因为公司理念是在该国利用不为人知的、无法控制的无限的财政方式使利润回到公司。”[5]

腾布尔分析了在做投资决定中的种种因素：“尽管许多大投资机构都认为尽快回收资金很重要，但那是扩张公司的很好时机。”[3]一旦做出投资，资金回收速度就不是自己说了算了，

可能会变成“还回本金需要几年时间”的情况。同时，投资也是有风险的——还款时间越短，风险越小。在平衡风险和回报时，投资者为了减少风险会放弃潜在的利润最大化。

腾布尔大胆提出了一个重要规律：“从以上分析我们得出结论，一项投资10年以后所得到的所有现金代表了剩余利润和激励，这是一个规律。”[7]他也从此得出著名的结论：“很显然，投资家并不要求永久的财产所有权来为他提供投资利润。”[8]当投资者得到足以补偿他冒险进行初始投资的报酬后，所有权可以转给其他的公司人员——显然是员工们。

回到我们最初的问题：必须做出什么样的决定？准是做决定的最佳人选？这个人有权做决定吗？长期以来，由于员工是最容易得到信息的，并且他们之间有微小的利益冲突，他们是决定公司方向的最佳人选。毕竟只有员工对公司有长期承诺，或与公司长期生命力有直接联系。员工不仅仅代表了社会成员，他们就是社会成员；如果发生什么变化，他们是直接受害者。

员工所有权的四个理由：

1. 员工们是公司能够从宏观和微观上监督其行为的惟一群体（换种方式说，他们的差旅费是最低的）。

2. 所有权既是责任，也是权力。作为企业中的受益人，员工们不仅能够，而且对其影响负有责任，而且由于他们能代表劳动力和资本提供者的利益以及社会利益，他们有资格担当这一角色。

3. 所有权要求一定的警惕性，这很难从债券持有者那里得到，充其量是“所有权”的间接形式。

4. 为了使所有权能在公司结构中下放，需要这样的员工：

- 理性地参与公司事务，并信息灵通；
- 在行使所有权的时候，不要被法律法规所限制；
- 对不能参与的事务不能失去理智。

员工所有权这一理念也是从宏观角度出发的，这可以追溯到对公司结构建立的基础的探讨中。从早时候起，法律曾有一度为限制财产使用或从商业中撤出资金设置了障碍。这些“永久性”法令在本书第1章开头引用Louis Brandeis法官的文章中提到过，在他的文章中说，早期公司法规对公司所有者的所有权有时间限制，法律关注“永久性”最著名的例子，当数在信托基金和不动产法中反永久拥有条例，这一条例禁止信托基金的财产继承（怕继承人将资金撤出商业领域）死后超过21年。换句话说，尽管这个条例在应用上不合情理，实质上它是防止有人限制自己的财产的使用。这一条例也反映了财产如果不能满足当时社会要求，就像对社会下“死手”一样。

在企业中，资本就是生产力的源泉，这一特点使人想起中世纪对资本的观点[9]，对于资本提供者也不难做出类似的判断。随着股票的买卖，“所有权”不断发生变化时，对资本的使用仍然掌握在最初建立企业的人的手中。

许多观察家们认为，消极的股东如果有权享受到企业成果的话，就会推动经济的不平等，并使不利因素在国家经济中长久存在。资本提供者得到了价值的回报，这样，企业的利益就不断被他们所吸收，企业的机会就会减少，而且企业员工的士气就会降低。其结论是：如果企业长久存在，“所有者”的权限也要有个限度，否则，公司会从一个从分散的股东那里获得最大利益的机构变成最终因此受限的机构。随着公司的成熟，不断发展的最佳保障就是与之联系越

来越紧密的所有者。

很多人的观念认为，劳动力提供者对于公司经济价值有一定的所有权。在第一次世界大战和第二次世界大战之间的时期内，有一位很著名的企业家 Owen D. Young，他在通用电气任首席执行官多年，是一位真正的“商业政治家”。1927年，在哈佛商学院的 George P. Baker 大楼的捐赠典礼的讲话中，他谈到了个人对员工所有权的看法，这个观点在商界是前所未闻的。

> 可能有一天我们能够让人类乐于做某项事业，他们将成为真正的雇主，他们以市场最低价将资本作为商品来购买。他们有必要为购买资本提供足够的保证金，如果那可以实现的话，人类就有权得到资本成本下的所有利润。我希望有一天所有的商业组织，不论大小，能真正属于那些为此而贡献毕生精力的人们。那样，他们就真正将资本作为工具，他们也会乐于将资本的经济优势最大化。闲置的机器和没有运作的每一个部件，对于工厂中的每个人来说，都是不具备生产力的物件。那样我们就会乐于工作，领导只是因为他们能干而分工不同。在企业中的不民主行为就能消除。总之，在公司当中的员工和私营企业老板有同样的限制和机会，都是一样自由的，到那时将没有“受雇”员工[39]。

当今，日本也很流行员工是企业的最终主人这一说法。比如说，“当被问及理论上谁拥有公司时，大多数日本人回答说是股东，当问及事实上谁拥有公司，回答是员工”[40]。说这话的人是 Ben Makihara，受过美国教育的日本三菱公司的首席执行官。他是三菱公司的第二代员工，娶了公司创始人的女儿为妻，但他妻子的家族在第二次世界大战后几乎丧失了所有权。因此他是公司的特殊员工。

第二次世界大战后半个世纪以来，日本一门心思要建立工业出口大国。经理们工作起来没有节假日，工资也比西方同行低得多。员工的勤奋称得上世界的楷模，政府也鼓励这种付出。日本的成绩是斐然的。只用20年，日本从重创中发展成为世界经济强国[41]。

Robert Ozaki 在他的《人类资本主义》[42]一书中，把日本和传统的西方国家做比较后，又根据双方公司创造出一个结构，描述了日本的创造力。

> 当今的投资者们并不真正投入精力管理他所“拥有”的公司，他们所关注的只是公司为他们自己的利益服务。一旦没有利润可图，他们就卖掉股票，把资金再投入另一家公司。他们关注的只是短期利润最大化，这一点可以理解。那些放弃短期利润而选择长期发展的管理者就会冒着失职的危险。
>
> 个人当为自己的行为负责的时候就会受到激励。当前，公司是许多个体的集合。如果想要像一个高度激励的个体，它必须不为外界干扰所影响，能够为了使自己利润最大化而做决定，同时，为自己可能要犯的错误承担责任。
>
> 为了使公司能控制自己的命运，有许多的公司组成方式，像人一样受良好的激励。工人拥有主权和管理权的合作型公司就是一个很好的选择。
>
> 人性化的公司已经通过互相持股、负债经营以及（最近）利用公众融资将所有权和控制权相分离，这样，其公司行为就类似激励个体。
>
> 管理层和工人们形成一个群体，同时行使主权，分享共同利益。公司的赢利就是他们的赢利，如果他们的公司经营失败的话，他们就要付出同样的代价。

人性化公司的公司理念就是要求每个人重新思考所有权和控制权。人性化公司的所有权，既不是社会主义意义上的公共享有，也不是资本主义意义上的个人私有，也不是介于两者之间的享有，很难把这个概念划在公共所有和个人私有范围。人性化公司的员工没有感到公司是股东所有。他们在法律上虽然不拥有公司，但实际上是他们运营公司，因此，公司属于他们。有人会反驳说，这只是拥有使用权的例子，他们只是公司的使用者。然而，这种说法是不正确的，因为使用权意味着某人有权使用的财产是属于另外一个人的，而人性化公司的员工并不认为他们是从资本家手中租赁公司。由于无法找到确切的表达，我们可以把他们认为公司的类私人业主。

腾布尔提出了将所有权从股东转移到其他人的运营机制，“动态的任期制将财产所有权从投资者转给了经营者。这将鼓励那些创造剩余价值的人进一步创造利润。这样，经营者拥有更加平等有效的控制权和所有权，这将取代把剩余利润只回报给投资者的不平等性。”[44]

员工持股计划

在美国，有另一种将所有权转移的方式——员工持股计划（ESOP）。员工持股计划是1974年由两个人主要发起而建立的：富有传奇色彩的路易斯安娜州民主党人、长期任参议院财政委员会主席的郎（Russell Long）的立法努力，以及长期致力于提高员工所有权的科索(Louis Kelso)的福音传播。

科索写道：

传统的财政机制的问题在于它只看重企业生产力和少数富人的收入的提高。维持或提高大多数依靠工资或社会福利生活的公众的收入这一问题就留给政府或由政府资助的收入再分配计划去解决，或者只留给机遇去解决[45]。

在科索看来，没有任何发达的运行机制可以让个人，不论他是多有才华、多勤奋工作，能为他提供的劳动交换等价的“资本”。科索推行了一个“个人财政”方案，员工们能依照他们的劳动“赢得”资本席位。这也需要税收政策的支持和信贷制度的完善。这样，市场经济本身的逻辑，即合法收入必须是从劳动获得，要求资本信贷这种形势，使得用自己收入进行商品服务消费的个人能够购买资本所有权[46]。

员工投股计划是现代美国为使员工能在他所工作的公司得到有意义的所有者利益而进行的努力。从概念上说，员工投股计划就像腾布尔所说的那样。在员工持股计划信托基金中，政府给予那些发行员工股的公司一些税收优惠；之后，根据雇佣情况，公司将这些股票在几年之后后，或者用腾布尔的话说，在初始投资者的所有权期满之后，分发给员工。员工持股计划最初是宝丽莱那里是“股票持有者中性”的制度，员工在加薪和奖金被拖延的情况下建立的[47]。在相对短的时期内，员工可以获得公司较大份额的股票。事实上，员工是许多大公司的最大比例的所有者这种情况已很普遍了，例如Sears Reobuck公司和Westinghouse公司。洛克希德公司则更进了一步：公司打算使员工持股占公司股份半数以上。

然而需要注意的是，在有些案例中，公司管理层使用员工持股的形式来保证他们不被可能

的对手收购（见宝丽来公司和Carter Hawley Hale公司案例研究）。在这些例子中，员工所有权只是管理者们为了维护他们的职位而进行的管理手段。

就员工持股计划能否从员工中造就所有者而言，还有一些重要问题。员工持股计划只处在ERISA下的“信托”地位，仅仅是为管理者和外行企业家的根本利益而赚钱的机器，这严重限制了应用这一形式为员工所有权服务的功能。

> 1985年，人们慢慢开始关注工人在所有制中所起的作用。里根政府通过财政部，在提案中号召要将员工持股计划作为巨大的税收改革的一部分进行根本改革，这一提案使许多传统的员工持股计划支持者惊呆了。里根政府说员工必须对公司拥有直接所有权，包括投票权和某些情况下的分红权。限制“传统的所有权”的员工投股计划能否真正提高利润和员工积极性，这已经遭到质疑。政府建议在退休法中将员工持股计划撤出去，继续用税收政策鼓励员工持股，使其成为社会预期目标。简单来说，如果员工持股计划不再是退休计划，它才能成为真正的所有权计划[88]。

1986年，员工持股计划已经得到12年的积极拥护。参议员郎在他退休前最后做了一次努力，以确保员工持股计划法规是真正为了使员工享有所有权：国会鼓励把员工持股计划作为公司财政的一项大胆的革新，这是为了加强自由的企业制度。国会要求要在广泛的公司财政事务中应用这一计划，把它作为鼓励雇主吸纳他们的员工为受益人的举措。国会极度关注这一系列法律可以达到那些把员工持股计划看成是传统的退休计划的法律和法规所达不到的目的，传统的法律限制了员工持股信托基金和雇主在更大范围的公司事务中应用员工持股计划的自由，也妨碍了这一计划的建立和成功[89]。

相关案例：联合航空公司和员工所有权

1992年末，联合航空公司的员工同意购买53%的公司股份（如果在协议的第一年股价达到某一水平，就是63%），这是作为50亿美元的工资和对以后6年工作规章制度做出让步的交换。这是员工所有权趋势的最大的最具有戏剧性的例子。员工签订这一合约的目的是保住工作。为了不被解雇，他们愿意减薪10%～17%。除此之外，还有其他的让步，例如没有免费午餐，以及削减退休金等。如果不拥有公司大半股份就无法保证自己选出管理层人员，他们也不会做出如此让步。然而有趣的是，董事会13个席位中只给员工代表4个名额，其中3个分别来自3个工会，另一位是代表无工会的员工。

员工们能认为自己是主人吗？什么样的公司结构能鼓励他们做出有利于长期股东利益和（或而不是）员工利益的决定？比照其他公司的员工持股计划。Wierton钢铁公司是领先于其他同行的公司，但是董事会用一位门外汉取代了员工拥护的首席执行官。员工们起草了股东控告，指控董事们管理不得当。董事会发行新的股票以增加资本（由此削弱员工股份）的企图导致了大的争斗。

相关案例：工作岗位的临时员工

与把员工看成合作伙伴甚至是公司所有者的观念相反，有些公司越来越依靠临时员工。这些公司为了节省储存和其他运输成本，只生产“应季”商品，它们也有效地利用“应季”员工。1993年，

美国最大的单一私人企业主是一家临时员工代理商：这家人力资源公司估计有60万名员工。据计算，美国1/4的员工是临时劳动力。一旦有些公司的员工病了，公司就在劳动力市场中找到可以替代他们的人做复印、文字处理、会计或其他技术操作工作。许多医院将急诊室租给独立外科医生使用。Mattew Harrison为Imcor工作，这是一家提供高级临时人才的公司。他在回顾7年中为4家公司工作的经历时说，首席执行官的职位并不是永恒的，只有多变，才具有真的价值[9]。英国顾问Charles Handy说，一个组织就像公寓群一样，许多临时住户为互相的利益聚在一起……（公司仍然做生意），但是这些不再需要雇佣雇员[9]。

人力资源公司首席执行官Mitchell Fromstein说，当人才流动和工作流动愈加激烈的今天，外部人才资源是很好的选择。毫无疑问，临时岗位使有些公司更有生产力，并且给那些孩子尚小的父母和有些不想全日工作的人提供了灵活性。但临时职务也被某些人用来逃税，至少在美国税收管理委员看来是这样的。这个机构坚持要把439 000位临时员工划分成雇员。临时职务还用来避免收益成本。微软大量雇用临时员工，因为它不愿意与这些员工分享高回报的股票期权。临时员工代理公司也不为他们输送给其他公司的员工提供综合医疗和养老福利。

当一个公司有很大比例的员工从别的公司得到薪水时，对这个公司有什么影响？“临时劳动力”如何适应公司治理结构？如果像Handy所说：公司不再需要雇员，如何使员工为公司利益服务呢？

Mondragón与对称：员工、所有者和管理者的集合

治理最关注的问题是使信息、激励和能力紧密联系，面临的挑战是把各个相关方面的责任和权威联合起来，以达到发展更新的最佳条件。其中最引人注目的例子是员工拥有的企业，其本质是将员工持股计划作为最终目的。在这个模式里，成功企业的两大最大利益阵营是一致的。但这并非毫无瑕疵，比如说，工人利益有双重特性：从短期上看，他们想要得到劳动付出的最大酬金；但是，作为所有者，他们在使企业价值最大化时有长期利益，整体来说，这个模式可能最好的作用就是降低了出差成本。

相关案例：Mondragón和“合作型企业家精神”或“非竞争的合作”

Mondragón协作社是由一个牧师和几个学生在西班牙北部的Basque小城里为学徒们设立的训练机构。1956年，最初在一个协作社只有23个雇员，到1986年已经发展成拥有来自100多个企业的19 500名雇员的大型协作社。1987年，销售额为16亿美元，包括3.1亿美元的出口额。Mondragón拥有一家大银行，一家连锁商场、学校、诊所、高科技公司、工厂和机械商店。每个合作社规模从6个雇员到200个雇员不等，有的甚至遍及180个地区。Mondragón就像一个活的有机体，每个企业都是从中分裂出来的。没有特定的限制，但实践表明400～500人是最大限度。因为“超过那一规模，不可避免会出现官僚主义，并会影响到团结稳定”[9]。它的成就不仅是企业的规模，而是企业的发展速度。可能它最强大的力量是成员们的承诺（建立在各自在治理结构中所起的作用上）和协作社对变化的反应能力（建立在交流的系统和组织的灵活性之上）。

它的组织结构能够给人以权力和责任。每个员工都有投票权。公司按照以下10个合作原则运行：

1．只要同意并遵守基本合作原则，任何人都可以加入管理。

2．所有的工人都必须是协作社成员。所有成员都有投票权，所有的管理层都要经过民主选举选出，并对该公司负责。

3．劳动者独立；工人们自己做决定。

4．每个人都要投入资金（一般相当于最低收入的成员一年的薪水），他们有固定的资金回报，并不受公司盈亏影响。

5．合作要求个人的努力和责任感。这意味着依此而做出决定的信息要公开，而且要征求与此有关的人士的意见。

6．同一协作社中最低收入和最高收入人员比例不能超过1∶6。并且收入要与当地相符。

7．“合作存在于三个层次中”，在同一合作集团的协作社中，在合作集团之间，在Mondragón和其他商业组织之间[8]。

8．Mondragón是为“社会转型”而服务的。“协作社将大量的盈利投资给Basque市的公益事业。有很大比例投到创造新工作机会、社区发展（通过社会基金会）、建立在稳定责任基础之上的社会保障系统，与其他推动Basque福利发展的机构的合作中和发展Basque文化教育的事业中去。”[9]

9．成员们要团结那些为了经济民主、合平、公正、人类尊严和欧洲以及其他国家，尤其是第三世界国家发展的人。

10．他们要为年轻人和工人的教育做贡献。

在Mondragón合作社中，没有任何成员或是外人拥有股票。合作社的融资是通过成员最初的“进门费”和捐款进行的，“进门费”是由治理委员会制定并由所有成员通过的。因此，每个成员在公司拥有自己的资金账户。资金账户在公司和成员之间通过书面形式往来。当然，由于管理者有义务谨慎并高效地管理协作社，当成员退出公司或从公司退休后，公司要履行对其成员的财政义务，给他们一笔钱。

在这种合作中，所有的成员不仅有权利而有义务投票。股东大会每年至少召开一次。管理董事会是公司政策制定的最高机构，它是由每个工人投票选举的，管理董事会成员均为工人，重要的执行经理可以参加董事会会议，但他们不是董事会成员。

管理董事会每两年选举一次，但其成员任期为4年。他们并没有因为在董事会中任职而拿报酬，他们原来的薪金不变。董事会对于所有的管理政策和方案负有全权责任。通过它选举经理，经理除非被董事会开除，否则要任职4年。同时，还有一个由董事会选举出来的由3人组成的审计委员会。

另外，还有管理委员会，这是由经理和部门主管组成的；还有一个社交委员会，该委员会有权对岗位安全与健康、社会保障、付酬制度和社会活动计划等事务向管理委员会提出建议。

Mondragón是互利的群体组织，任何人都要对企业投入资金才允许进入治理结构中，任何人都不允许从公共利益中多占。由于只有互利的群体才能创造价值，平衡才成为可能。不允许外部社会的变化打破Mondragón协作社的经济平衡状态。Mondragón认为如果允许利益不均衡分配，就无法强调工作和企业整体利益。

图4.2、4.3、4.4比较Mondragón和传统的英美公司的治理结构。

Mondragón模式像其他模式一样，不应该也不能适用于所有情况。但它确实提出了这样一个问题：在何种程度上，“资本”对于市场投资者和金融顾问来说是可使用商品，而且这一模式确实提供了使利益冲突最小化和信息最大化的运行机制的例子。

调查显示，工人协作社很可能陷入像在《第 22 条军规》当中所描写的形势：或者它破产，或者非常成功将消失。当股票为所有权提供了基础时，成功的公司就要应付我们称之为“集体自私”的问题。随着需要新工人取代那些离开公司的工人，或壮大公司规模时，最初那些工人老板们意识到，如果他们雇佣劳动力就能增加他们投资的价值……（成功的协作社，或者变为公有，或者卖给其中最大的投资者）除非“集体自私”这一问题能够像公司最初建立的方式那样被克服，这样的情况就会在成功的合作社中出现。工人老板很不情愿吸收新的工人作为老板，当他们退休后，他们则很愿意将属于自己的所有权卖给同伴，但股票价值使这很不可行。Mondragón 的组织结构和财政政策避免这一问题出现。协作社不发行股票，其机构构成和法规限制雇佣非成员的工人占全体工人比例，这一比例不能超过 10 %。由于工人的资金账户是不能转让的，也不发行股票，他们就无法从买卖股票中获利。“集体自私”只有一个理论可能性。扩大的

图 4 - 2　盎格鲁撒克逊式公司治理（感谢沙娜·特恩布尔）

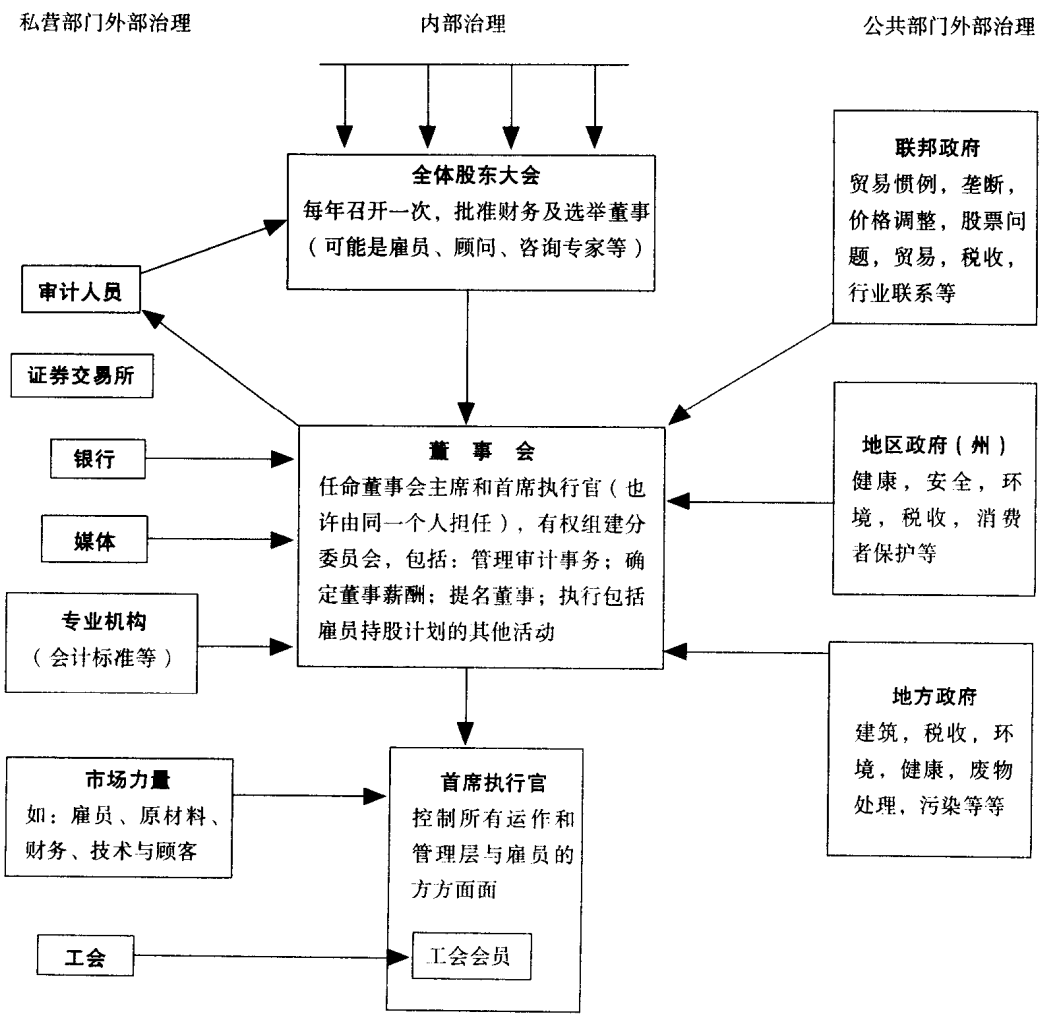
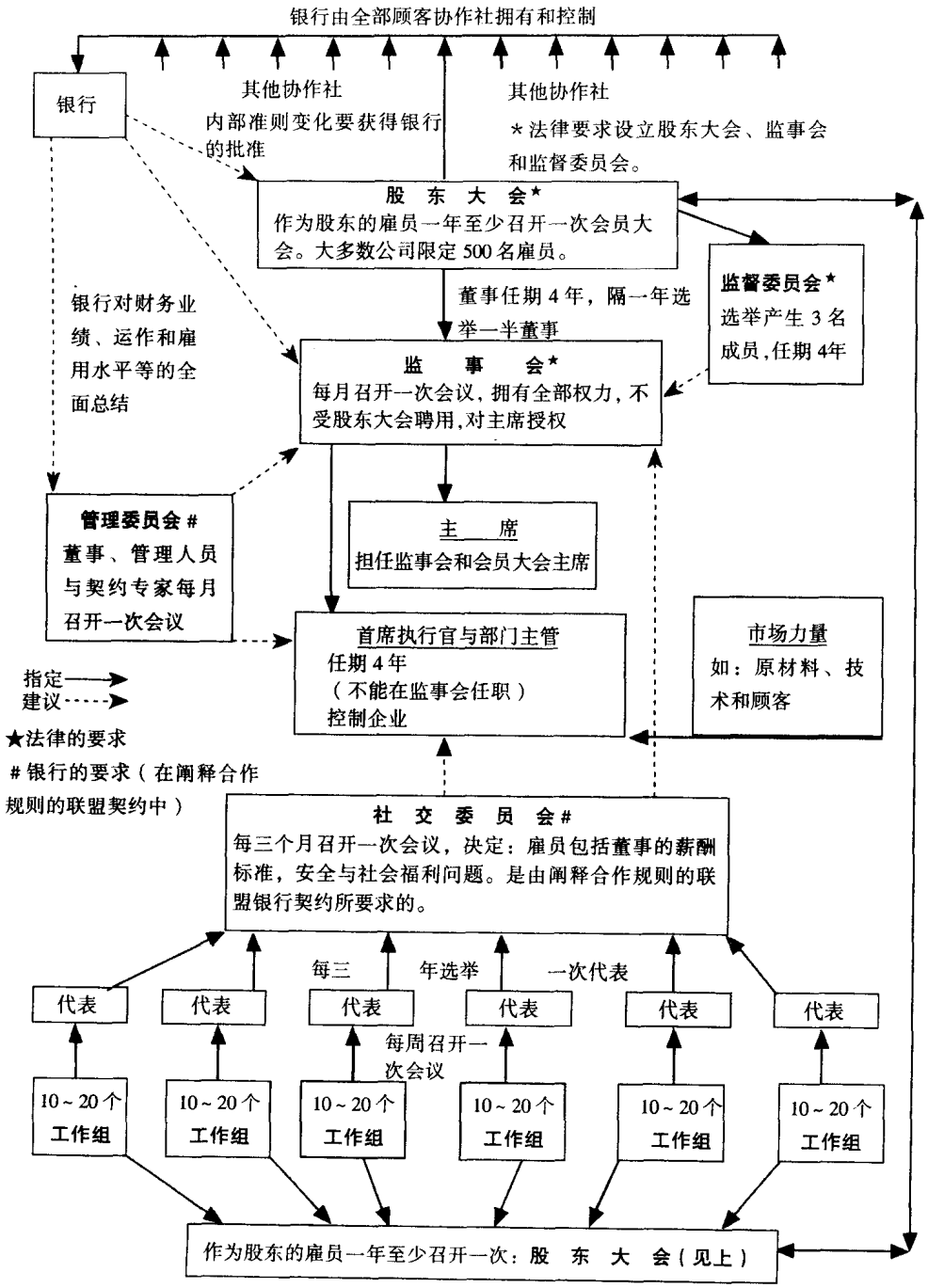


图 4 - 3 Mondragón 协作社的信息与控制结构



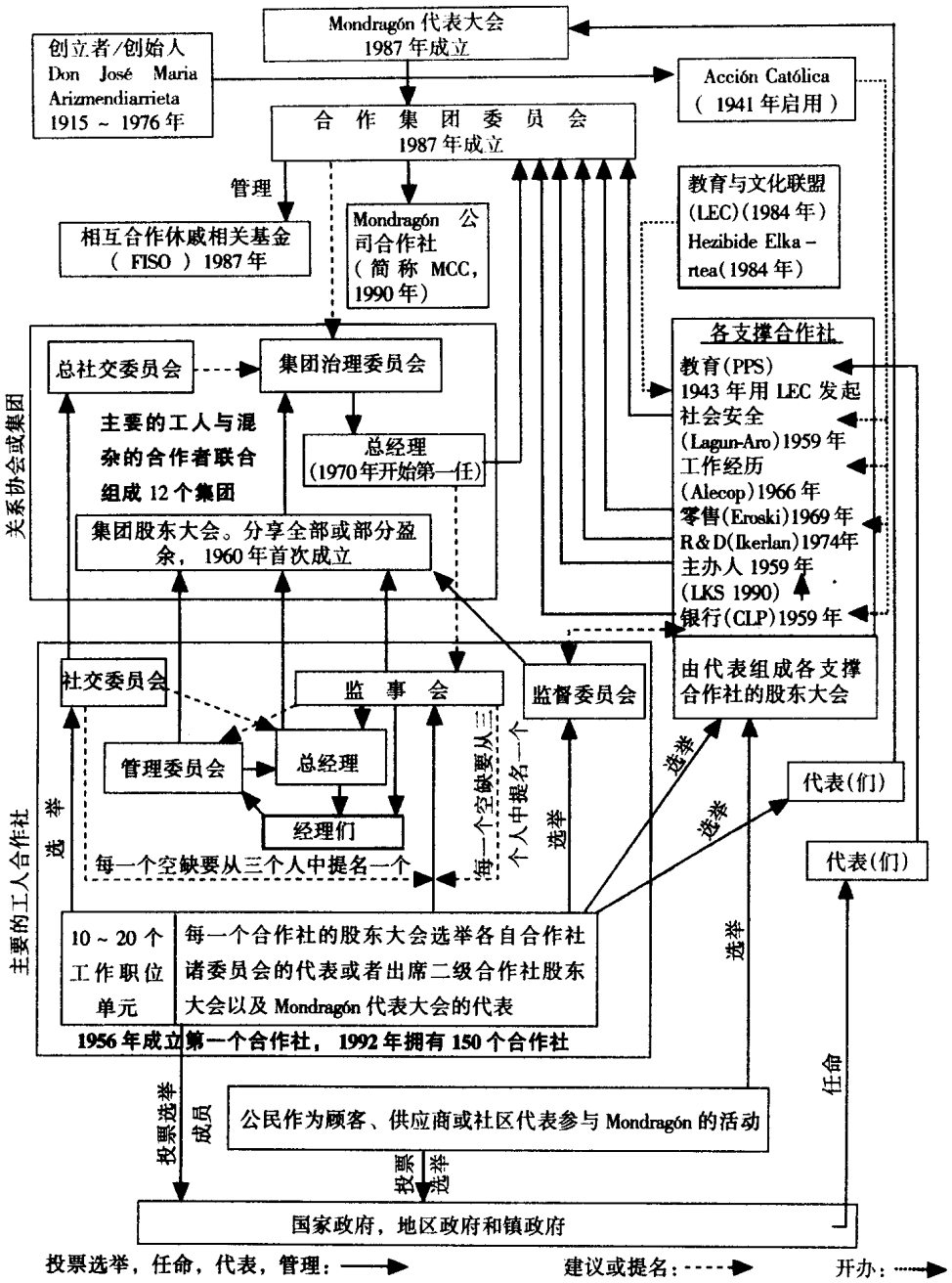
来源：根据以下文献整理而成

埃勒曼，D.P.1982年，《企业家精神的社会化》，工业合作协会，Sommerviue，马萨诸塞州。

怀特，W.F.和怀特，K.K.1988年，《制造Mondragon：工人合作联合体的发展与变迁》，ILR出版社，伊萨卡市，纽约。

莫里森，R.1991年，《我们一边旅行一边筑路》，新社会出版社，费城。

图 4 - 4　Mondragón 合作社体系，标明了成立时间



来源：根据以下文献整理而成：

CLP，1992 年，《年报》，Caja Laboral Popular，Euskadiko Kusxa，西班牙。
MCC，1992 年，《年报》，Mondragón 公司合作社，Mondragón，西班牙。
莫尔纳，T.，1991 年，《Pyrennees 的预言：寻找关系时代》，受托人学会，北安普敦，马萨诸塞州。
莫里森，R.，1991 年，《我们一边旅行一边筑路》，新社会出版社，费城。
怀特，W.F. 与怀特，K.K.，1988 年，《制造 Mondragón：工人合作联合体的发展与变迁》，ILR 出版社，伊萨卡市，纽约。

合作社初始成员可能投票以改变公司构成和相关法规，允许超过10%的非成员雇员。在这种情况下，合作社成员的利润价值就会增加。但这在Mondragón中从未出现[5]。

在Mondragón模式中，另一个特殊的方面是对于社交及财政等方面有其独特的治理机构（将其与德国双重董事会制度做比较，见本书第五章）。下面是对于这种管理模式的一种看法：

Manning教授草拟了一个方案，这个方案的实际应用很有趣，值得进一步探讨。他的方案着重强调的是责任的问题，而不是为公司董事会提供更加明确的要求。他在文章中建议将大的公开选出的法人看成是事实上的一种投票信任，股东们将为他们保管红利的权利交给董事们——也就是说管理层。他指出，用这种理论来看待法人，立刻会在前景上出现一些问题，并且他也提出某些解决问题的可能性。为了能建立更有效的控制行为，他头脑中构建了一个新的方案，这一策略能起到一定的作用，可以解决目前被人忽视的问题。他认为这一方案对于私人公司更加有用，这就像“第二议院”，以区别于董事会，对权力也有更多的限制，这种“非固有”机构在利益冲突时，尤其是与管理层报酬的冲突出现的时候，能重新审视董事会决议；它也可以传递其他的董事会和管理层的决定，比如说在公司基金花在慈善募捐时。这一机构可能有更大的权力，例如，可以强制公司完全公开财政和交易情况。在以这种方式运行的公司中，股东在投票时可以保留这一权利[6]。

结束语

我们重新回到原来的问题，谁是处在对公司发展方向做决定的最有利的位置，这个人或这一组织有没有必要的权威性？我们前面所讲的已经为我们提供了分析这一问题的材料。决定公司发展方向的最佳候选人是由两个要素决定的：利益冲突和信息。那些利益冲突最少、信息来源最多的人或机构应该是做决定的最佳人选。

从最微不足道的决定到最关系重大的决定，这个原则都适用。谁应该决定厂房车间的墙应该涂成什么颜色？在该车间工作的工人有权决定哪种颜色最适合他们。进一步来说，把他们作为整体来看，他们之间没有利益冲突；他们为可能影响到自己的事情做决定。然而，隔多长时间应该粉刷一次是另一个问题。工人们没有处在做此决定的最佳位置，因为粉刷成本是比较大的。管理层应该做此决定，当然，如果其任何阶层都能从其他阶层考虑问题，那成本就会最小化了。如果工人们对预算分配能负起积极责任，他们将“感受到”对于决定，可以把他们的利益和管理者的利益平衡起来的影响。

公司结构是相当强大的，它已经超过了大多数其他的结构，例如想要控制它的政治结构。公司结构一定要有可信赖性，那就要求本身就是可以信赖的有效的治理机制。在公司治理结构中的三个主要参与者：董事会、股东和管理者必须能够发挥作用，很好地被激励并且信息灵通，以便能正确地做出决定。没有十全十美的公司治理结构模型，也没有十全十美的金融机制。公司治理结构的最终目标就是它能持续不断地被重新评估，以使治理结构本身不断调整自己以适应多变时代的需求。

注 释

① 托马斯·A·斯图尔德：《国王已死》，载《财富》，1993（1），第34页。
② 同上，第35页。
③ 同上，第40页。
④ 艾拉·M·米尔斯坦：《在董事会关系方面对首席执行官的建议》，载《美国律师》，1993（11），第87页。
⑤《埃及法老首席执行官》，载《财富》，1989年12月4日。
⑥ 采访大卫·A·纳德勒：《可能发生的事》，载《纵观董事会》，1993（10），第28页。
⑦ 兰德尔·史密斯、约翰·J·凯勤、约翰·R·威尔克：《在拒绝股票投标后，AT & T斥资61.2亿美元的现金收购NCR》，载《华尔街周刊》，1990年12月6日，第3页。
⑧ 采访大卫·A·纳德勒，28页。
⑨ 见詹姆士·B·斯图尔德：《鲸鱼和鲨鱼》，载《纽约人》，1993年2月15日。
⑩《通用电气，战略地位——1981》，哈佛商学院案例研究9－381－174，1993年3月24日，第1页。
⑪《通用电气，杰克·韦尔奇的第二次浪潮》，哈佛商学院案例研究9－391－248，1993年4月2日。
⑫ 同上。
⑬ 阿尔伯特·O·赫希曼：《退出，呼声和忠诚：对公司、组织及国家衰退的反应》，哈佛大学出版社，1970。
⑭ 弗兰克·H·伊斯特布鲁克、丹尼尔·R·菲谢尔：《公司合同》，载《89年哥伦比亚法律回顾》，1989年11月，第141页。
⑮《福布斯》，1991年5月27日。
⑯ 格雷夫·克里斯特尔：《对报酬过高的研究》，纽约，1991。
⑰ 见格雷夫·克里斯特尔为股东联合会所做的研究：《美国1991年公司经理的报酬》和《报酬前500名：今年美国首席执行官如何付酬》，载《金融世界》，1991年10月29日。
见米歇尔·奥斯本：《首席执行官薪金的处方》，载《今日美国》，1991年10月9日；罗伯特·J·麦卡特尼：《说内行要再削减一些酬金》，载《华盛顿邮报》，1992年1月29日；艾莉森·利考思：《首席执行官像苍蝇一样想要更多的酬金》，载《纽约时报》，1992年2月2日。
⑱ 格雷夫·克里斯特尔，同⑯，51～85页。
⑲ 同上，75页。
⑳ 迈克尔·C·詹森和凯文·J·默夫：《首席执行官激励机制：不是付酬多少而是如何付酬》，载《哈佛商业回顾》，1990年5－6月，第138页。
㉑ 斯蒂芬·布莱思、利斯克·黄和斯蒂文·莉莲：《以股票为基础的首席执行官报酬：激励饱合的经验分析，相对混合的经济决定因素》，载《商业学报》，2000年10月4日。
㉒ 见托尔斯·佩林：《XYZ公司：传统股票期权方案的弱点及解决方案：索引股票期权方案》纽约，1991。
㉓ 伯克希尔·哈薛韦：《股东年度报告》1985，第12页。
㉔ 克里斯特尔，同⑯，134页。
㉕ SEC董事会主席在上任时的讲话，理查德·布雷登，1992年10月15日。
㉖ 琼·卢宾：《公司为削减经理报酬寻找漏洞》，载《华尔街报》，1993年11月19日，B1页。
㉗ 同上。
㉘ 见杰米·E·赫德：《新的SEC规定如何影响93年代理权变换》，载《警戒》，1992年11月，第

七章。

㉙ 见《联邦登记》，57，204，1992年10月21日，48138页。

㉚《股东交流和经理报酬》，SEC主席理查德·布雷登上任时讲话，1992年10月15日。

㉛ 我们非常感谢克里斯特尔指出时代华纳公司期权的分配问题——此种分配不是在交易完成时实行的，而是在董事会投票同意时就马上实行了。

㉜ 见约瑟夫·W·辛格：《财产中对利益的信赖》，载《40个斯坦福法律回顾》，1988；《工作与公正：重新考虑利益相关者的争议》，载《多伦多大学法律学报》，1993；本文相关资料。

㉝ 里卡多·塞姆勒：《Marverick：世界上最不同凡响的公司的成功经历》，97页，“华纳丛书”，纽约，1993。

㉞ 伊凡·亚历山大：《商业基础》，93页，牛津出版社，1990。

㉟ 尚恩·特恩布尔：《法人再投资》，176页，IOS，1991。

㊱ 同上，177页。

㊲ 同上。

㊳ 同上，179页。

㊴“不良资本”是对英国《财产通法》中明确表达的一种现象的生动描述，这后来在1989年美国宪法中被采用，成为美国《财产通法》的一部分。它对一个人拥有的财产的权利有两个限制。确切地说，私人财产拥有者不能（1）用该财产损害他人财产；（2）用该财产损害公众利益或社会福利。“不良资本剥夺他人增加收入的经济机会”，见路易斯·O·凯尔索和帕特里夏·赫特·凯尔索：《民主的和经济的力量》，剑桥出版社，1986。

㊵ 欧文·D·扬格，公开演讲，1927年6月4日，发表在《哈佛商业回顾》上，385、292页。

㊶ 本·梅基哈洛给罗伯斯·A·G·蒙克斯的信。

㊷ 对日本经济增长的经济的、文化的、战略的和金融的原则的全面探讨不在此书范围之内。我们只考虑其中一方面：雇员作为所有者所起的作用。

㊸ 罗伯特·S·奥扎克：《人类资本主义》，18页，伦敦，1991。

㊹ 尚恩·特恩布尔：《民主资本主义；自我拥有及控制》，载《经济转型中的俄国及东欧经济政治的彼此影响论文集》，7页，1993年3月27日。

㊺ 路易斯·O·凯尔索及帕特里夏·赫特·凯尔索，47页。

㊻ 同上，45页。

㊼ 他们是“股票持有者中性”，因为ESOP的建立不需要发行新的可能打破现有的股东平衡的股票。

㊽ 约瑟夫·R·布拉斯：《雇员所有制：改革还是欺骗？》，154页，牛津大学出版社，1988。

㊾《国会记录》，1986年9月18日，H7744－76页。

㊿ 杰克林·菲尔曼：《临时劳动力》，载《财富》，1994年1月24日，第31页。

(51) 同上。

(52) 罗伊·莫里森：《我们边走边修路》，13页，新社会出版社，1991。

(53) 同上，12页。

(54) 同上。

(55) 威廉姆·富特·怀特和凯瑟琳·金德·怀特：《Mondragon：工人协作社集团的成长和动力》，第2版，288页、289页，1988。

(56) 尤金·V·罗斯托：《公司管理层为谁、为什么目的而负责？》；爱德华S·梅森：《现代社会法人》，57～58页，哈佛大学出版社，1959。

第 5 章

国际治理

“良好的公司治理的重要性，就正如良好的国家治理对于世界经济的重要性。”世界银行总干事长詹姆斯·沃尔夫松，1999 年。

公司治理走向全球

当本书在 1994 年首次出版时，主要分析了单个的市场运用公司治理的情况。现在这种方法更加适宜于分析地方市场如何收敛。

当然，国民文化蕴涵了强大的力量，夸大公司治理存在和谐的程度显然是错误的。即或在像美国和英国这样的市场上，公司治理虽然通常被看作同出一处，但仍然在方式、结构和着重点上存在着明显的差异。对此，我们将在本章结尾处继续陈述。

不过，在过去几年中，无论是成熟的市场还是发展中的市场，公司治理活动都出现了快速发展的情况。这种快速在全球经济中有着自身的根源。全球经济改变着公司和投资的环境，又为公司治理培育了发展的土壤，主要包括以下的重要趋势。

公司的辉煌

一种新型的经济正统教义已在全世界根深蒂固。公司、作为政府的对立面，是经济增长和改善生活水平的主要推动力。在发达国家，尤其是英国和法国，以及新兴市场国家（东欧、前苏联、亚洲和南美），公司的辉煌以日益昌盛的私有化形式表现出来，而政府却在尽力减少在经济中的作用。英国一位观察家写道，“私营企业很少像在今天这样被歌功颂德。之所以称颂私营企业，不仅因为它们是财富创造的源泉，而且在于它们是技术创新和现代化思想的动力。”[1]

全球公司

大公司不再承受国内市场上单打独斗的压力了。在诸如金融、电信、制药或汽车（参见相关案例“戴姆勒－克莱斯勒”）产业部门，早已出现繁荣昌盛的跨国界联盟。这种状况，部分是因为在上述章节中描述的变革缘故——政府不太愿意保护遭受接管的“国有冠军”。其他原因还包括“新经济”互联网企业的兴起。这种企业顾名思义，在经营范围上面向全球，而且打

破进口关税和其他保护国内企业免遭竞争的贸易限制。当然，也是对全球投资者兴起的反应，对此，参见下节。

全球投资者

信息技术使得投资者获得遥远的公司的关键信息，并以鼠标点击的方式进行交易。外国公司的研究浪潮受到全球范围内更加广泛的国际公认会计准则应用的推动。投资机构本身就是放松管制的结果。管制放松使得他们有了更加宽泛的投资机会。前苏联阵营的崩溃、欧洲一体化以及日益开放的国家边界创造了越来越多的新市场，而上述的私有化运动又继续创造了新的企业和部门。

结果是，在过去的 15 年间，真正意义上的全球性投资现象出现了。

1985 年以前，美国养老基金的股权投资主要还是一种国内投资活动。英国和荷兰投资者的视野更大一些，相对来说，它们的国内业务只占很少的份额。但在 1985 年至 1994 年间，美国投资者开始放眼海外。尤其从 1987 年的市场冲击和海湾战争之后，这种海外投资高潮不时浮现。

到了 1994 年，外国投资占世界股票市场总值的 1%多一点。这个数据从那以后再没有超过，虽然跨国界的基金流动呈现稳定的上升趋势[②]。

1988 年，美国养老基金资产投资只有 2%是投在非国内股权上的。但 10 年后，这个数据已经达到 12%。按照美元计算，大约 8 000 多亿的美国养老基金资产投放在海外，而 1988 年只有 480 亿美元[③]。

“随着贸易和资本流动日益自由化和跨国公司继续支配市场，股权市场的全球化看起来是不可阻挡的，”一位评论家这样写到，“工商世界对最廉价的资本选择权的动力，是对运动场所不断分级，与此同时，投资者的学习又受到信息技术革命的推动。在这两种方向作用下，投资界日益萎缩，变得更加同质化。”[④]

有几个例子可以说明这样的情况。世界最大的养老基金——教师退休系统 TIAA - CREE，持有的外国股票大约为 230 亿美元，分布在全球 32 个不同的市场。CalPERS 是美国最大的公共养老基金，持有 320 亿美元的海外股票。美国大型基金组织 Hermes， 1999 年持有 200 多亿美元的海外股票。

对资本的需求

全球公司（或者希望成为全球化的公司）渴望资本。美国、英国和荷兰的大型、富有的机构投资者并不只愿意向全球公司提供资本，而是还希望提供竞价方式。机构投资者主要对投资增长有兴趣，但是他们也需要对这样的增长所依赖的稳定的基础抱有信心。而信心只有依据如下一些基本结构，才可能建立起来：

- 一种有效的法理和管制系统，将使得投资者的资本被浪费或被挪用的机会最小（特别是当他们是少数股东的时候）；
- 一个真正充当股东利益与价值全权代表的董事会；
- 合理的、能够提供公司绩效真正说明的审计账目；
- 会在公司主要决策做出之前和他们商量的、公平的一种投票程序；

- 提供公司未来前景真实看法的公司报告；
- 向最高投标者出售股票的自由。

总之，投资者要求透明度和说明责任，作为换取他们的资本的条件。他们要求其他别的东西那才是愚蠢的。世界各国和公司都发现，吸引急需的全球资本的最佳方式，就是设法满足这些需求。

本章的中心思想是讨论个别市场和公司如何利用完全不同的历史和投资文化来吸引全球资本，以及这种资本如何对众多市场上的治理进步或失灵做出反应。

准则的辉煌

国际治理领域著名的观察家戴维斯（Stephen Davis）这样评论到，假如公司治理准则要反应在贸易数据中，那英国肯定会有更强健的资产负债表[5]。

他的评论反映了这样的一个事实，即当代第一部公司治理准则，是在1992年由英格兰银行和伦敦证券交易所推出的，并由巧克力公司前首席执行官阿德勒·卡德伯瑞（Adrian Cadbury）爵士主持，该准则孕育了众多的模仿者。

到20世纪结束时，全球30个市场上大约有60多部公司治理准则，以及众多的国际准则，这还不算由个别投资机构推出的、众多的个别企业公司治理或投票指南。

卡德伯瑞委员会抓住以行业标准作为公司治理的主要配方，提出了一种“最佳实践”的治理标准表，鼓励企业遵照执行。在当时，要求企业披露他们对照执行准则的情况，并且对任何没有遵照执行的情况予以解释。

若干著名的公司治理国际准则

波仕（Bosch）报告	澳大利亚	1995年第3版
卡登(Cardon)报告	比利时	1998年
德(Dey)报告	加拿大	1994年
威隆（Viénot）报告，卷1和卷2	法国	1994年和1999年
金（King）报告	南非	1994年
彼特斯(Peters)委员会	荷兰	1997年
日本公司治理论坛	日本	1998年
西班牙公司治理	西班牙	1998年
瑞士学院报告	瑞士	1994年
德国公司治理顾问团	德国	2000年

这些指导性准则依标准和职权的不同而不同，例如，日本公司治理论坛纯粹是顾问性质，没有任何管制的压力。每种准则的目的相同，都是把提高某种市场治理的标准作为吸引资本的手段

这种公司治理准则言简意赅，避免了沉重的管制或僵硬的立法，允许公司自由建设自己的公司治理实践的事实，通过披露公司的经营信息和状况，将改善公司的责任推给了投资者。这

种将指导性准则和披露问题相结合的方法已经在全球范围内几十个公司治理准则中被采纳。

单以英国来说，就有三个著名的治理委员会，分别是卡德伯瑞委员会（ 1992 ）、格林伯瑞委员会（关于高管人员的薪酬确定委员会，由宝狮公司首席执行官理查德·格林伯瑞（ Richard Greenbury ）爵士领导，以及哈姆佩尔（ Hampel ）委员会（由 ICI 公司董事长 Ronnie Hampel 爵士领导）。此外，Rank 公司财务主管特厄布欧（Nigel Turnbull）主持的一个委员会还对公司如何管理内部控制提供指导原则。

在美国，绝大多数市场还缺乏一种概括性的最佳实践准则。纽约法律事务所的 Weil 、Gotshal 和 Manges 识别出单就董事会标准而言的七种主要实践准则。

通用准则

在单个市场寻求提高内部治理标准时，也出现了寻求能够在全球应用的通用性治理准则的尝试。

所有的评论家都同意，实际上不可能存在任何“一种放之四海而皆准”的公司治理标准。外国的实践准则不可能被简单的移植或强加，单个企业和个别市场总是受到当地文化、压力和实践的影响。

不过，识别并促进公司应该遵照执行一套指引原则还是可能的。

最先提供一套全球性治理准则的工作是由巴黎的一家国际机构“经济合作与发展组织（ OECD ）”完成的。在试图把从美国到韩国的 29 个成员国的公司治理实践进行融合的过程中，OECD 遇到了棘手的问题。为此专门成立了一个调查组，寻找导致出现机会主义和经常出现争吵的一般性基础。最后，OECD 提供了下列五个标题的公司治理指南[6]：

1. 股东权利；
2. 股东责任；
3. 利益相关者的权利；
4. 披露和透明度；
5. 董事会的作用和结构。

投资者的立场

OECD 准则结果证明非常有用。作为一种对说明责任和透明度的基本优点的声明，该准则几乎无懈可击，并且对借机浑水摸鱼的成功来说，该准则也是一项令人瞩目的成就。

但是，正如广告文案人员可能提出“哪里有牛肉？”的问题一样，OECD 没有任何实施这一准则的权力，而且也没有针对需单个企业做出解释的任何要求。OECD 准则实际上充当的、是对那些希望改善其治理结构的公司而言可以参照执行的一种体系。

一种更有力的全球治理原则的陈述是由国际公司治理网络（ ICGN ）做出的。该网络是一家投资者领导的机构，拥有 6 万多亿美元的资产。ICGN 原则类似于一种投资者期望的声明。因此，投资者有权力实施实在的变革。

这样一来，ICGN 原则代表的就不仅仅是应用于全球的最佳实践标准声明的最低要求、而完全就是一种受到拥有实施变革权力的机构支持的声明。

于之故，值得将 ICGN 原则全文复制于下。

ICGN 公司治理原则声明

1999 年 7 月 9 日年度股东大会通过，德国

国际公司治理网络（ ICGN ）创建于 1995 年，得到大型国际投资者的支持，由投资者、企业、金融中介机构、学术界以及其他对全球公司治理实践的发展抱有浓厚兴趣的各方人士组成。该组织的宗旨是就所关心的问题促进国际对话。通过这种对话， ICGN 认为，企业能更有效的展开竞争，经济借此可能达到最大程度的繁荣。组织的章程赋予该组织在感到所投资的企业有助于实现该组织宗旨时，采取提供公司治理指引的权力。

对 OECD 原则的声明

1999 年 5 月，构成 OECD 的 29 个国家和政府的部长们一致投票通过了执行《 OECD 公司治理原则 》的决议。这些原则历经和重要市场上的包括 ICGN 在内的参与者们一年多时间的谈判和磋商。它们引发了政府对 G7 峰会领导人承认公司治理是 21 世纪全球经济结构中一根重要支柱的的主要反应。该原则受到了 1999 年 6 月在 Cologne 召开的 G7 峰会领导人的欢迎，并且极有可能充当在这一领域的国际货币基金、世界银行、联合国和其他国际组织开展活动的指路牌。

ICGN 欢迎 OECD 公司治理原则作为一种全球范围的公司和投资者可接受的最低标准宣言。该文件的大部分内容反映了服务于 OECD 公司治理特别专门委员会中 ICGN 代表们倡导的看法，坚持了在 ICGN 进行充分讨论的草案原则。 ICGN 欢迎 OECD 公司治理原则作为一种令人瞩目的、反映多方利益、实践和文化的公司治理共性的结合。

ICGN 确信，利用 OECD 原则，连同传统的财务标准，公司的治理形象现在是投资者决定如何配置其投资资本时要考虑的核心因素。 OECD 原则高度重视了 ICGN 投资成员在进行资产配置和投资时已经说明了的那些要素。

ICGN 在考虑 OECD 原则是良好公司治理的必要基础时，还认为需要将这些原则扩展到给予它们充分的力量。特别是， ICGN 相信，全球范围的企业要保持清晰、确切的治理指南，才能保证 OECD 原则能够最佳的贯彻实施。实践指导可以帮助董事会实现现实世界的期望，以便他们能够最有效的运作，尤其是有效地竞争稀缺的投资资本。 ICGN 主张，如果投资者和管理者成功建立了富有成效的沟通问题的机制，那么他们将促进经济的繁荣、更充分的就业、更高的工资和更大的股东财富这样的前景。

因此， ICGN 倡议，公司采纳 OECD 治理原则作为附加声明的扩展。首先，要提供更加简练的指导， ICGN 把 OECD 声明中最重要的几点提炼成一种短期的公司治理原则名录——“ 工作箱 ”，旨在反映 ICGN 成员的观点。因而 ICGN 扩展 OECD 原则的声明追溯了那种文件的版本，并尽可能适当强调和诠释。

ICGN 应用 OECD 原则的方式

公司治理标准的“ 工作箱 ”声明

1. 公司的目标

公司至高无上的目标应当是优化随时间变化的股东回报。在其他考虑影响这一目标的地方，它们应该清晰地表述和披露。要实现这一目标，公司应当努力确保经营的长期活力，并且有效处理和利益相关者的关系。

2. 沟通和报告

公司应该披露准确、适宜和及时信息，特别是符合它们的市场指南，这样才能使投资者做出信息充分的在收购、股权职责和权利、以及销售份额方面的决策。

3. 投票权

公司的原始股应该体现一股一票。公司应当竭尽全力确保所有者的投票权。受托投资者拥有投票的责任。管制者和法律应该有助于投票权并及时披露投票的过程。

4. 公司董事会

董事会，或者监事会，作为一个实体，其每个成员作为单独的个体，是所有股东的受托人，因此应该对总体意义上的股东机构负责。每个成员应该按照常规进行选举。

公司应当披露董事会的任命情况，并在此后的年度报告或股东代理委托信息中披露董事会成员的身份、核心专长、职业或其他背景、反映独立性的因素以及董事会成员和提名者的资格，以便让投资者能够权衡他们对公司增加的价值。对任命程序的信息也应该每年披露。

董事会应当包括充分数量的、具有适当能力的独立非执行董事。

责任应该包括监督并有效对战略和管理绩效做出贡献，配备关键的董事会委员会，并影响董事会作为一个整体的行为。因此,独立非执行董事组成应该不少于3人，并且尽可能占关键的大多数。

审计、薪酬和提名董事会委员会应该全部或者绝大多数由独立非执行董事组成。

5. 公司薪酬政策

公司董事会或监事会成员、以及核心高层管理人员的薪酬应该和股东的利益保持一致。

公司应该在每次年报中或股东代理委托书中披露董事会的薪酬政策，最好是各个董事和高管人员之间的薪酬水平不等,这样投资者就可以判断公司的薪酬政策的实践是否符合相对应的标准。

基于董事会的员工持股计划或其他利润分享计划是促进员工参与的有效市场机制

6. 战略焦点

不应该在事先没有得到股东对拟订修改表决同意的情况下，就做出对公司主业进行大规模战略调整的决策。同样，也不应该在事先没有得到股东对拟订变革表决同意的情况下，做出实质上或本质上稀释股权或者侵蚀现有股东经济利益或股份所有权权益的大幅度公司变革的决策。

股东应该被给予充分、尽可能早的关于任何这类提议的信息，以便让他们进行公正的判断，并行使他们的投票权。

7. 经营绩效

公司治理实践应该将董事会的力量集中在优化随时间变化的公司经营绩效上，特别是，公司应该全力争取在具体的同业部门群体的比较中出类拔萃。

8. 股东回报

公司治理时间还应当将董事会的注意力集中在优化随时间变化的股东回报上，特别是，公司应该全力在具体的同业股权部门群体的基准比较中出类拔萃。

9. 公司的籍贯

公司应该坚持在其经营的范围内所有可用的司法条律。

全力在公司和利益相关者之间展开积极合作的公司董事会，最有可能创造财富、就业和可持续的经济。他们应该披露公司对涉及利益相关者的问题的政策，例如工厂厂址和环境事务。

10. 公司治理实施

在最佳公司治理实践准则存在的地方，准则应该得到实际地应用。在公司治理实践准则不存在的地方，投资者和其他方应该努力建设这样的准则。

股东、董事会和管理层之间的公司治理问题应该通过对话方式解决，并在条件适当的情况下，利用政府和管制代表以及其他相关各方机构，共同解决争端，如果可能，用谈判、调解或仲裁的方式。当这些手段失效时，更有力的行动应该是可能的。例如，投资者应该拥有主持调解或召集扩大会议的权利。

扩展的 OECD 原则

导言

ICGN 确信，要使原则有效，公司治理实践应该将董事会的力量集中于优化随时间而变化的股东回报，并在与同行群体的比较中这种股权收益出类拔萃。

为了实现这一目标，希望董事会成功地处理和其他利益相关者的关系，即那些在业务经营中拥有法定利益的群体，如员工、顾客、供应商、债权人和公司所涉足的社区。

1. 股东的权利

总体战略。对一家公司主业的大型战略调整不应当在事先没有得到股东拟订同意的情况下做出。同样，实质上或本质上稀释股权或者侵蚀现有股东经济利益或股份所有权权益的大幅度公司变革，也不应该在事先没有得到股东对拟订变革表决同意的情况下做出。股东应该被给予充分、尽可能早的关于任何这类提议的信息，以便让他们进行公正的判断并行使他们的投票权。

投票程序。股东大会上投票的权利和机会取决于投票系统的准确性。ICGN 相信，市场和企业可以遵循 ICGN 在 1998 年 6 月 10 日旧金山股东大会上通过的“全球股票选举原则”，为投票提供便利。特别是，ICGN 支持扩大投票选择权的行动，包括安全使用电信和其他电子渠道。

披露权利。ICGN 同时强调 OECD 主张的“亲自投票和缺席投票应该给予同等的效力”以及“作为一种透明度形式，会议程序应该确保投票被正确核计以及及时宣布投票结果。”的补充条款。要实施这种推荐，ICGN 相信，公司应该以及时的方式披露每种方案的投票层次。

不公正投票。ICGN 确信，“一股一票”标准的分歧赋予某些股东与其股权身份不对称的权力是不合适的。任何这样的分歧都应该被披露和判断。

投票的义务。ICGN 相信，机构投资者具有一种受托义务进行股份投票，需要考虑过多的成本和障碍。

2. 股东的公正对待

一股一票。ICGN 确信，OECD 提出的“许多机构投资者和股东协会支持……‘一股一票’的概念。”ICGN 坚持认为，如果遵循“一股一票”原则，国内资本市场可以长期良好地成长。反之，存在不公正性的资本市场可能在和包含公平的投票程序的市场比较中处于劣势。

保护。正如 OECD 所宣称，董事会应当公正对待公司所有的股东，并且应该确保所有投资者的权利，“包括”保护“少数股东和外国股东。”

3. 公司治理中股东的作用

董事的义务。ICGN 持这样的观点，董事会应该对股东承担责任，并负责处理与公司利益相关者之间成功和成效的关系。ICGN 和 OECD 原则对以下的主张一致，即“公司和股东之间积极的合作”对长期创造财富、就业和财务健全的企业至关重要。

利益相关者参与。ICGN 确信，加强业绩的机制推动员工参与，并且使股东和利益相关者的利益保持一致。这些机制包括以董事会为基础的员工持股计划或其他利润分享计划。

4. 披露和透明度

目的。ICGN 认为，公司应该披露准确、适当和及时的信息，特别是符合公司所存在其中的市场指南，以便使投资者对收购、股权义务和权利、以及销售份额进行信息通达的决策。

股权和投票权。除了财务和经营结果、公司目标、风险因素、利益相关者情况和治理结构，还需要在 OECD 补充条款中列举的信息。这些信息是“大股东和数据以及其他控制或可能控制公司的信息，包括特别投票权、股东协议、受益控股或多数持股、重要的交叉持股关系和交叉担保”，以及差额投票权和关联交易的信息。

董事信息。ICGN 进一步主张，公司应该披露董事会任命的信息，并随后在每次公司年报或代理声明中充分披露有关身份、核心专长、职业背景、担任其他公司董事情况、影响独立性的因素、以及董事和提名人的总体资格的信息，以便能够判断他们对公司增加的价值。对任命程序的信息也应该每年披露。

薪酬。公司董事会或监事会成员以及高级管理人员的薪酬应该符合股东的利益。公司应该在每次年报或代理声明中披露董事会的薪酬政策，而且最好在各个董事和高管人员之间薪酬水平不等，这样投资者就可以判断公司的薪酬政策的实践是否符合相对应的标准。

审计。ICGN 提倡有独立的外部审计师，连同其他加强审计质量的独立性信心的评估，对

公司进行年度审计。ICGN 自身投票支持发展最高标准的国际会计标准，并且还鼓励公司应用那些或其他品质可比的标准。ICGN 还支持积极、独立的董事会审计委员会，而且为了降低可能的利益冲突风险，也支持披露支付给审计师那些非审计服务的费用。

5．董事会的责任

ICGN 赞同 OECD 列举的董事会的义务和责任。

独立董事。ICGN 赞同这样的主张“董事会应当有能力对公司事务做出客观、独立的判断，特别是从管理的角度。”为了接受这样的挑战，ICGN 认为，每个公司应该采取下列步骤：首先，公司应该承认，董事会，或者监事会，作为一种实体，其每一位成员作为一个个体，是受托于所有股东的，应该对总体上的股东机构承担责任。每一位被选出的成员应该根据定期的原则支持选举。其次，每个董事会应该包括充分的、具有一定能力的独立非执行董事。责任应该包括有效监督并对管理层的战略和绩效做出贡献，加入董事会的核心委员会，并影响董事会的总体行为。因此，独立非执行董事应该不少于 3 人，并且尽可能保持多数。

独立委员会。为进一步增强董事会的职业精神，ICGN 承诺 OECD 早些时候考虑的语言“董事会某些关键的责任，如审计、提名和高管人员薪酬，需要独立非执行董事的力量。董事会应当考虑建立包含在那些足以发生利益冲突，或建议独立进行经营判断的领域有足够数量的独立非执行董事的董事会委员会。”ICGN 认为，要接受这种挑战，审计、薪酬和提名董事委员会应该全部或绝大多数由独立非执行董事组成。

亚洲金融危机、世界银行和新兴市场的治理

世界银行 1999 年掀起的一个重大举措，就是要推动全球公司治理的改革，而且特别要关注新兴市场地区。

这一举措的动因可以在 1998 年夏天横扫全世界的金融危机中发现。俄罗斯政府大面积拖欠贷款激发了这场危机。这场危机增加了可能完全毁灭西方金融制度的担心，其缩影就是名声不好的纽约对冲基金长期资本管理公司（ LTCM ）的失败，这支基金被其投资者缩水了 35 亿美元。

LTCM 的缩水表明，西方金融制度可能并不具有承受这类突然打击的能力，主要是将成本转嫁给对 LTCM 进行投资的股东或那些金融机构的受益人，但同时也无情的暴露了其他市场所缺乏的稳定性。

1998 年金融危机说明，在新兴市场中，可能连简单的支撑投资者信心的制度架构都不存在。在这些市场中，没有对投资者提供任何安全性措施，投资者能做的、只有迅速斩仓，然后逃之夭夭。整个信用卡大厦摇摇欲坠。

这场危机犹如森林大火一样，熊熊烧到了中美洲和南美洲，并以极具毁灭性的力量肆虐亚洲。货币、债卷以及股票市场轰然倒下，没有数以千计也有数以百计的公司纷纷破产。在印度尼西亚，近 1/3 的上市公司不复存在。

这场危机的一个重要内容，是相对平安的西方资本的外逃。据 OECD 估计，20 世纪 90 年代中期，新兴市场每年有年均 400 亿美元股权的流入，但在 1998 年完全就下降到了零流入。

资本外逃产生的巨大成本，并不针对遭受巨大损失投资者，而是针对新兴市场本身的。这就完全像是一个向银行贷款的小企业，在银行最困难的当口，向银行催账。

1998年金融危机的痛苦教训，具有从根本上着手改善发展中国家公司治理标准的工作好处。

危机暴露出亚洲经济奇迹赖以依靠的基础是多么薄弱。企业无助地负债，账目几乎完全显示不出公司的财务状况，董事缺乏培训，管制者和法院缺乏权力，管理者饱中私囊，而在许多市场上，整个公司大厦充斥着政府干预、腐败和踢皮球。

新兴市场中的治理改革，一直都是关于如何用提供某种安全的建立投资市场的制度平台去恢复投资者的信心。

世界银行和西方七国G7的反应

阻止1998年那种市场危机再次发生，是政治和金融界的关键的经济、社会和道德责任。改善公司治理被看作是这种过程的基石。

在1998年10月的世界银行的年度大会上，世界银行宣布了一项紧急行动计划，改善全球的公司治理准概况，包括专家和技术协助、知识共享治理和改革相关的贷款。此后不久，世界银行开辟了一个互联网站，提供治理专责、研究和联系的目录。

在会上发言的英国大臣布郎（ Gordon Brown ）呼吁世界银行遵守OECD的公司治理原则，世界银行的成员国要向世界银行提交其市场是如何贯彻这些原则的情况说明。

布郎在英联邦成员国首脑会议上以及西方主要七个工业国家财政部长会议上都提出了相似的呼吁。G7呼吁将“公司治理和会计……的国家原则和最佳实践准则”作为稳定全球经济措施的内容。

世界银行对公司治理的严肃态度体现在1998年年末，总干事长沃尔夫松（ James Wolfensohn）在《经济学家》杂志上承认该杂志对来年进行的公司治理改革的预测：“强大的公司治理包括产生良好的社会进步，”他声称，“良好的公司治理能够在社会范围内通过宽泛所有权和降低权力集中的方式创造出差别。这种治理模式支撑着资本市场，并推动创新，还培育长期对外直接投资，降低复杂性，并制止资本外逃。”

沃尔夫松要求“严格的透明度和披露规则”，并且表示在东南亚，世界银行将要求设置“严厉的金融和公司重组条件”来换取来自世界银行的金融援助。

世界银行对韩国、印度尼西亚、泰国和马来西亚的危机贷款分别是20亿、10亿、4亿和3亿美元，部分取决于这些国家开展的公司治理改革。这些改革得到了世界银行首席经济学家的研究支持，研究结果发现，开展私有化却没有建立良好治理结构的国家，经济增长的状况更加恶化。结果经常表现为众口一词地抨击国际货币基金组织的政策。国际货币基金组织此前虽然一直倡导自由市场政策，但却没有建立意义重大的证券法、管制和披露政策等。

相关案例：新兴市场的制度改革⑦

世界银行、OECD和西方七国G7的工作有一种效应。原先很少给予关注治理问题的市场开始贯彻各种各样的架构和制度改革，以向投资者提供些许安全感，并让他们以更大的信心投资。

韩国1998年9月，OECD韩国经济年度报告推荐，在年报中，“所有公司董事会应该包括外部董事”

1999年初期，韩国股票交易所宣布成立一个凯德伯瑞(Cadbury)型的公司治理委员会。

1998年11月，韩国产业联合会（FKI），作为韩国大企业的代表机构，着力于降低治理改革的热情。FKI对OECD公司治理原则草案的态度是，这家机构应该“不要涉及诸如董事会构成这样的内部治理问题。”此外，还认为韩国接受国际公认的会计标准的成本超过了收益。

1998年，韩国大公司SK电信增加了3位独立董事来取悦股东。但是一年后，公司不顾独立董事的反对意见，又增加了一项权利，不公正地同意在SK集团内部交叉持股。中小股东行动群体“人民参与民主团结党”（PSPD）以及美国对冲基金“老虎管理公司”为此要求解散董事会，解雇高管人员。随后，SK公司的股票急速跳水。1999年后期，SK电信和这些持不同意见的股东达成谅解协议。PSPD为中小投资者赢得了选举独立董事的权利，并提出使用累计投票。但是，SK电信不想放弃接管防御的政策，遭到半数的外国投资者投票反对。

1999年初期，PSPD和美国的两家投资公司，投诉韩国三星公司遣散持不同意见的股东。投诉书要求公司年报披露董事会对任何超过100亿韩元（大约1 000万美元）交易的评价信息，目的是为了阻止广泛实行的将利润分流到绩效不好的子公司的做法。

韩国财政部主持的公司治理改革委员会在1999年9月发布了一套详细的治理准则。准则要求大型公司（资产超过8亿美元）应该要有50%的独立董事，对上市公司的这一要求是达到约1/3。代表公司的FKI想把这一规则只应用于资产数两倍于上述条件的公司。

2000年初，韩国第二大电信公司Dacom和PSPD达成一致，董事会中至少要有半数的独立董事，包括独立的董事长以及完全独立的审计委员会。Dacom这样改革为什么？因为Dacom想在美国的NADAQ上市。

亚太地区在1999年5月召开的亚太经济合作组织会议上，这一地区的财政部长承诺执行进行激进的、新的治理措施，包括：

- 简化代理投票程序；
- 要求披露内部人交易；
- 创建“投资者保护机构，特别是保护中小股东的机构”；
- 要求董事会委员会由多数外部人组成并主持；
- 每个国家组建董事学会；
- 支持“股东行动主义”的措施，包括培训计划和股东机构；
- 快速采纳高品质、国际通用的会计和审计标准[28]。

香港1998年5月，香港股票交易所要求董事会审计委员会审核每家公司的外部审计。在进行这种公司治理改革的时候，600家香港上市公司中只有12家公司有这样的审计委员会。交易所提出一种接近、但实际上相差甚远、符合西方最佳实践标准的结构，即董事会审计委员会应该由外部董事主持，但可以包括高管人员。

2000年2月，太平洋经济合作理事会宣布一项公司治理工作计划。

吉尔吉斯坦共和国这个前苏联国家成了新兴市场的一个宠儿。在世界银行的帮助下，这个小国提

出了一种公司治理准则作为其经济发展的早期内容。准则和其公司法规在互联网上颁布。

泰国泰国股票交易所、泰国银行以及泰国证券交易委员会1999年9月宣布，成立一个董事会学会。声明目的是培训治理实践方面的董事。

马来西亚1999年初，吉隆坡股票交易所提出任何单独一家公司可以拥有的董事会席位的数量限制，这一举措遭到了马来西亚公司利益组织的反对。

3个月以后，马来西亚发布了由财政部主持的一个委员会推出的一套有70个条款的治理准则。该准则要求董事会中独立董事要占到1/3；如果存在一个控股股东的话则要求更多。公司还被要求设置一个主导的非执行董事，并建立个人薪酬。吉隆坡股票交易所筹划了一种Cadbury式的遵照或解释的治理原则模式。财政部的目的是将该准则扶上法律改革层次，特别是当出现利益冲突时，限制控股股东的投票，并为邮递方式的代理投票提供方便。财政部的这个委员会还提议建立一个机构股东监督委员会，来督察侵犯中小股东权益的公司。“良好的公司治理不再是一种奢侈，它已经成为长期和可持续增长动力的一个不可缺少的基本要素。”财政部官员宣称。

这个国家的前10家机构投资者响应号召，在1999年8月建立了一个监督组织。该组织说它将检查加强股东行动主义的方式[9]。

俄罗斯第七大公司Sibneft在西方专家的帮助下，采用了一种公司治理章程。

全球公司治理论坛

1998年后期到1999年初期，世界银行和OECD联手创建了一项正式的公司治理援助计划——全球公司治理论坛。

这两个组织共同宣称，公司治理改革是一项“加强各个国家长期经济业绩基础，并有助于加强国际金融制度的重要因素。”

凯德伯瑞（Adrian Cadbury）爵士在成立的文件中写到，这一行动“将公司治理坚定不移地”推向“世界舞台”。像1998年OECD公司治理原则的做法那样，该论坛回避了强加实施的标准，而是寻求如何与发展中国家活跃的银行、专业标准制订机构以及国际组织合作。该论坛认为，良好的公司治理“从根本上说是一种政府和私人部门联手的过程。”

论坛得到了一些重要方面的支持。一家私有部门顾问集团就表示支持论坛的活动，该集团包括了来自全球各地的投资者、公司董事、公司管理层、银行和工会代表，由纽约律师和公司治理资深专家米尔斯坦（Ira Millstein）任主席。

私有部门顾问集团将依据自己的计划游说论坛，并提供和实际上主要经济地区私有部门的关系。论坛宣称“PSAG成员非常资深的层次将使该集团动员全世界私有部门的支持，对政府以及管制部门方面的高级官员举足轻重。”

米尔斯坦把私有部门的工作描述为创造一种改善治理的“需求拉动”，因而新兴市场的公司感到某种改善治理才能吸引资本的激励，投资者对他们的承诺也感到放心。顾问集团的工作旨在“创造一种投资氛围，”米尔斯坦如是说。

除PSAG之外，公司治理论坛还得到了一个强大的投资者责任专门委员会的支持，该委员

会计划把价值3万亿的资本力量带给新兴市场中改善公司治理标准的企业。

该专门委员会开始时是由莫比斯（Mark Mobius）、Templeton新兴市场基金管理者、以及TIAA-CREF执行理事克拉普曼（Peter Clapman）联合主持的。委员会包括CalPERS托管者董事会主席克瑞斯特（Bill Crist）以及Hermes公司的首席执行官罗斯－古拜（Alaistair Ross－Goobey）。

按照世界银行的说法，该专门委员会的宗旨，是“利用其在资本市场上的领导地位确保国家和公司得到适当市场的回报，如果它们进行了公司治理改革的话……它的目标是鼓励投资者更加关注公司治理问题，以便加速资金流向按照治理日程取得进步的国家和企业。”

该委员会的第一个步骤，是给涵盖新兴市场的股票研究公司去函，呼吁他们在进行传统的财务分析时，增加公司治理的考虑。委员会还游说新兴市场的编目者在公司评定中包含治理基准（股东权益、董事会结构、审计流程等）。米尔斯坦说：“那是一种非常强大的工具。你拿着数万亿的美元和劝说他们对新兴市场进行投资的人谈话，对他们这样说话：把公司治理放到我们提出的忠告组合中去吧。”

论坛的第一项工作，是建立一种全球治理活动的贮备库。应用网上的的一项调查表，论坛推出了一份由好几百个大型的全世界股东和董事会组织填写的文摘[19]。

论坛活动的初期计划包括：

- 在全非洲和英联邦公司治理合作建立“精英中心”。
- 主办一项支持和促进公司治理中媒体的作用的项目，以帮助媒体成为一种有效监督的角色。这项计划包括吸引私有部门的参与者，例如路透社和《金融时报》。
- 区域圆桌会议。该计划是将私有部门和公共部门的参与者结合在一起。截止到2000年1月，圆桌会议已经在俄罗斯和韩国召开过，预计还将在巴西和南非继续召开。
- 与区域性以及地区性的私有部门群体，例如亚洲公司治理委员会结成伙伴关系，促进最佳实践的切实推行。

论坛的第一个项目，是和印度工业联合会合作，希望将50家印度公司纳入纽约股票交易所提出的披露和会计责任标准执行行列。

相关案例：印度的公司治理

世界银行与政府和国际市场私营机构合作的一个例子可以在印度发现。

印度是发展中国家中具有最悠久的股票交易所历史的少数几个国家之一，有着近7 000家上市公司，比英国还多那么一点点。但是，每年世界3 000亿资本流量中却只有很少一部分流入印度。

印度产业面临的挑战是如何吸引全球资本来到印度海岸。

即使在亚洲金融危机之前，印度工业联合会（CII）就采取了步骤，用最佳实践准则来解决这个问题。后者是在1998年5月亚洲金融危机之前颁布的。该准则是一项企业领导者进行自我规范的工作，但也是一项包括了某些严格推荐的工作。CII要求董事会至少由30%的外部董事组成，要披露董事出席董事会会议的记录，任何董事不得担任超过10项以上的董事职位。关键是，在海外上市的印度公司应当向国内股东披露相同的他们在国外披露的信息。有的CII条款要比像在英国那样的看似流行的治理成熟市场还要严格。

很快地，17家公司，代表当时印度海外上市公司市场总量的14%或大致这样的数量，签署了同意应用CII的准则。

CII 表达了更高的愿望。它们的宗旨是要建立绝不仅仅是一种针对它们自身目的设计的地方准则，是要让一群公司符合国际标准。第一个目标就是让印度的公司在纽约的 NASDAQ 上市。

印度的公司治理改革也决不是以 CII 准则收场的。1999 年后期，印度证券交易委员会（ SEBI ）以草案形式发布了第二套准则。这套准则比 CII 准则更加严格，旨在制订符合上市（或者符合披露）的规则内容。

“如果我们能够积极支持这些印度公司，他们又的确在 NASDAQ 上市，并筹集到资金的话，我想我们就提出了非常实际的，展示论坛如何才能从根本上推动投资，并且确实产生某些效益的方式。”全球公司治理论坛领导人辛普森（Anne Simpson）这样评说印度的公司治理改革。

发达国家

话说回来，如果新兴市场上已经开始治理改革的话，那么发达国家呈现的治理改革同样丝毫不逊色。资本需求在亚洲的反应非常强烈，完全就像发达国家的主要市场如日本、德国和法国那种对公司治理的重视程度。

这些发达国家都发展了熟练和有效的公司治理结构，这些结构即适合国家、又吻合他们自身的商业文化。但是，正像我们将看到的那样，这些国家的治理结构是那种偏爱反省、狭隘以及模糊的结构。在有些或者全部这些国家的市场上，政府的作用很大，负债融资特别倾向于股权，股票市场价值很低，交叉持股制度使所有权难以变现，少数几个大股东居于支配地位，很少有接管和收购公司的情况，披露的信息微乎其微。

这些特征倒是没有什么不对的地方，从 1945 年以来有谁说过日本或德国经济表现不好的？长期以来，这些国家根本就不存在对外部投资的需求。可是，在一个全球资本流动的时代里，日本、德国和法国的公司不由自主地发现已经越来越不难竞争了。

这些市场需要全球资本，而这样的需求意味着他们需要采纳全球资本能够理解的治理标准。

日本

随着战后多年来着力于对经济的重建，日本发展了一种独特的公司治理结构。对 1945 年以来日本经济的成功，许多西方人士都感到有必要模仿日本这种制度。不管怎么说，日本的治理模式似乎发展了一种高度有效的“关系投资”形式。的确是这样，美国在 20 世纪 90 年代初期的改革者们就建议取消关于美国银行不准持有公司股票的限制。可这种限制作为一种培育长期关系类型的手段，在日本和德国却发育良好。

日本公司治理的共生制度主要有下列特性：

- 强有力的政府干预，主要由日本通产省（ MOF ）实施。通产省对日本所有企业保持着强大的管制控制，监督包括资本流动在内的日本产业活动的每一个方面。
- 子公司交叉持股模式，一般包括顾客和供应商，经常包括一个控股股东，例如一家“主”银行或一家综合商社伙伴（综合商社制度初略翻译为西方人称之为“关系投资”的词）。

- 公司和政府部门之间存在着非常密切的关系，而这种关系经常和腐败相关。
- 公司的优先权集中在成长和市场份额，而不是股东回报上（股票价格评估除外）。
- 实际上并不存在的只由极少数收购活动体现的公司控制权市场。

这就是 1992 年的情况，那时美国还在经历衰退，而“日本奇迹”则显示出好几种快要终结的兆头。从那以后，格局发生了戏剧性的逆转。在美国经济逐步复苏的时候，日本的金融和工业却陷入灾难性危机的泥潭中，难以自拔。

不过，在研究日本治理结构进行改革的方式之前，我们应该考察一下从 1945 年到 90 年代中期所发展的日本模式的基础。为了进行完整的描述，我们有幸得到了英国一家研究公司牛津分析家的同意，翻印他们对日本公司治理的研究结果。

日本的公司治理：牛津分析报告

有一篇文章认为，日本战后大型股份公司的治理结构，类似于美国公司的治理结构：股东选举的董事会（并对股东负责）制订公司总体的政策和方向，任命和监督执行这些政策的公司高级管理人员。董事会应该代表股东的利益，并在较小的程度上代表社会的利益。

但实际上，日本大公司的董事会只在当前代表公司的利益，以及公司员工作为一个集体（有别于个体的管理者和员工）的利益，而不是股东的利益。造成这种局面的因素有两个：

1. 几乎所有的董事都是资深管理人员或公司以前的雇员。将近 80%的日本公司没有外部董事，另外 15%的公司仅有不到两个外部董事。1990 年的一项调查发现，在 1 888 家公司任职的 33 013 名董事中，91.1%是公司的人，在剩余的董事中，3.8%来自公司的借贷银行，2.9%来自退休的政府官员，0.1%来自公司主要业务伙伴的企业代表。对拥有代表企业参加谈判权利和其他职能的代表股东的调查发现，只有很小部分的外部影响：5%是由借贷银行任命的，4%是退休的政府官员，1.6%来自高级业务伙伴，89.3%来自公司内部的任命。

外部董事在中小企业的情况大致相同，但他们在那儿的理由稍有不同。在大公司，外部董事通常代表大出借方。出借方在这样的情况下委任其中的一家公司在董事会中代表这一群体，从而将他们在多数情况下的存在限制到一个席位。对低级会计职位，则派的人更多。这一实践本身就表示，董事会在日本的大公司中没有位置，如果一个人希望知道内部发生了什么事的话。在小公司，外部董事通常来自和企业有业务或者其下属的公司。董事的调配是发包商—转包商关系中的一个重要因素，是日本集团公司赖以存在的基础。出借方的代表在小公司不太经常出现，这是因为发包商或上级公司一般已经具有这样的功能。

公司的健康和成长，总的来说是董事的首要职责。半年分红，构成了董事年薪酬的 1/ 3，最能够反映公司最新的财务状况，执行官的报酬通常不和利润严格挂钩。成长是最重要的目标，因为这可以（通过资本报酬）使股东、管理层（通过工作的稳定和工资的增长）、政府（通过增加税收）和社区（通过增加就业）的财富最大化。

2. 股东是被动的所有者。日本公司之间交流少量的大公司和主要商业伙伴的股票是习以为常的事情，这种做法是一种商誉、诚挚和守信的姿态。虽然股票交换的数量一般不多，但经过多次这样的交换，它们就能够占有一个公司相当可观的外部股票份额。此外，日本机构投资

者，主要是保险公司、信托基金和养老基金，手中也持有绝大多数日本大公司的少量股票。商业伙伴和机构投资者持有的这些股票几乎不卖出，因而成为一个友好和安定的股东集团，这样的安定股东代表着所有股票的60%～80%，只有20%～30%的股票倾向于流通。至此，最大的股东群体是散户，但他们实际上持有少数股票。

安定股东的持股动机，不是要将手中持有的股票变成利润，股票分红那点利润对他们来说微不足道（支出是以股票的限价而不是市场价为基础的，因此一般每股只值几日元）。但的确有的时候大股东会串谋，压低股票的分红。商业伙伴之间的交叉持股培育出比回报大得多的良好关系，而且这种状况也是一种完美的抵御绝大多数情况下敌意收购的预防措施。机构投资者倾向于长期的资本回报。在大多数情况下，安定股东对参与公司管理没有兴趣，但对公司的整体健康和成长有兴趣。最普通的例外是这样的情况，主要的出借方会经常派遣代表监督会计和审计。

在安定股东的支持下，管理层忽视了保护股东的积极性或问题，这些股东绝大多数是散户股东。股东大会也流于形式，彼此知根知底的公司竟相宣布最短的会议日程。即使在董事或管理层一般渎职或无能的情况下，股东通常也不是最先要求改变现状的人。公司的主要出借方或经常具有业务关系的企业，要比单个股东得到更好的公司活动信息。但正是这群分散的股东群体充当了改革和变革的动力。

日本公司和中央政府之间的政企关系向来以亲密友好著称。因为政府官僚执行法律主要是用非正式的行政指导方式，法律规定的官僚和企业之间的会议不计其数。财政部和各大机构之间的碰头会一天也有好几次。这样的关系因为从前在位时管辖着这些产业的退休官僚（这称为amakudari，或者体面退休）得到进一步的加强。政府视自己为国内产业的促进者和保护者，而不是铁面无私的管制者。

政府主持联合研究项目，显示出对反托拉斯博大宽容的态度（在日本，政府主持的卡特尔至今仍很普遍）和其他存在的措施，并且有效（部分情况如此），因为政府和产业界同意，为了国家利益开展合作。

财政部官员可能就深深卷入了有麻烦的公司的管理事务中。但是，这种共识正在开始发生变化。

日本的公司并不喜欢政府管制或指导。日本的企业只是在二战后重建国家时，将这种情感压抑罢了。但现在他们已经是世界领导者了，于是就开始感到，他们在许许多多的领域中不需要政府的保护或指导。不断出现的证券和银行丑闻对政府和产业界都产生了不小的压力，又开始非正式的彼此商量。频繁出现的政府和产业的关系不仅被看作是外国利益的壁垒，而且也是国内顾客和其他非业务团体的障碍。

日本现在正在展开一场公开的争论，主题就是政府对企业偏爱的可取性问题。日本社会中公司的作用正在悄然发生变化。直到最近，公司还认为创造就业就是公司对社会的主要职责，这是一种仍然在普遍接受的观点。但工业污染造成的几起疾病案例却将公司的责任扩大了邻近的社区，因而不直接损害环境的请愿活动现在已经日益普遍。公司可能将承受把保护环境的责任延展到国内和国际经营当中的压力。特别是对于退休公民的医疗保健，是又一个正在出现的社区问题，公司将被迫做出回答。

董事会职权和管理层的角色

理论上，董事会代表着公司所有者的利益，与管理层不同，并且旨在控制管理层。管理层对董事会负责，控制权和经营权是分离的。虽然日本公司的组织结构和美国的公司差不多，但在日本的公司中，控制权和经营权实际上是搅在一起的。大多数日本大公司都有按照严格的等

级安排的 10 — 20 名高级主管组成的董事会，主要是根据公司的大小，加上个人成就补充的服务。在底层是高级主管，他们也是公司重要业务部门的管理人员，在这个层次上，董事会的职权和管理层是没有区别的。

由于这些高级主管经营着日常业务，西方概念上的“董事会职权”就集中在高级董事身上，而他们通常是代表董事（公司总裁和他的直接下属）。高级董事们并不负责具体的部门，而且一般情况下也没有个人责任。作为一个群体，他们组成管理或者经营委员会。董事长经常是一位退休总裁或退休的政府官员，他们的主要任务就是维系企业和政府官员的个人关系网，这种关系网就是日本商业车轮的润滑剂。总之，董事长在日本公司中的决策作用是有限的。

正式的职权由公司总裁和董事会承担，但董事会很少开会，董事会决策只是行使橡皮图章的作用。真正的职权由公司总裁和经常开会的经营委员会把持。公司总裁不受绝大多数股东说明责任形式的左右，所以总裁的权力主要受到社会群体习性的影响。如在日本，公司是一个整体性的社会单位，即家庭，以及他对公司的总体健康和成长的投入的限制。总裁和经营委员会评估企业和目标进行比较的绩效，但当绩效滞后时，一般情况下很有耐心。由于大多数新董事都是公司的人，董事会的更替对计划的执行就几乎没有影响。

遴选新董事和选举官员由总裁和经营委员会控制。他们的决定是让董事会和股东投票的正式手续如何走过场，股东投票一般就是在股东大会上鼓掌通过而已。这一过程唯一的例外是在财务危机时期，这时主要的出借方要“建议”任命他们自己的成员做董事。达不到预期的董事不会提前辞职，仅仅是不能再参加选举作罢。

改换总裁可能是公司和董事会最敏感的时期。个别公司经常有非正式的关于标准退休年龄的内部规定，但这种规定外人一般看不到。总裁下台的愿望随个性和潜在替代者的素质不同而不同。虽然不是经常出现，但前总裁走出退休，或者从董事长退下来拯救摇摇欲坠的公司还是不时出现。有的情况下，总裁被迫退位，这种情况很少。董事会、管理层、劳工领导人和股东都必须统一行动，总裁一般是退休，要么就是重新被安排到一个子公司中，保留面子。近年只有一起出现总裁公开被公司驱逐的事情，而这还是因为犯罪活动的缘故。

友好并购在日本并不多见，敌意收购也是如此。由于公司被看作是一种社会实体，买卖企业被认为是没有面子而且令人感到耻辱。应该指出的是，大多数“友好”兼并刚开始都是不打招呼的行动，但只有经过谈判和相互接触以后，才能完成兼并。任何成功的收购都必须得到企业安定股东的支持，这通常需要长时间的劝说过程。必须使董事会相信兼并不会伤害到企业的潜力或者企业的员工。绝大多数并购都昭示弱小或者绩效不好的企业面临破产时的一种选择。

董事的信息和定位

在日本的社会背景中，董事如何行事对公司的活动没有作用，因为绝大多数董事就是管理者。决策中“上下同欲”的方式确保了管理者认识其下属的想法和观点。代表股东靠周会或月会的方式获得公司信息。股东也通过各种各样的开会或访谈，保持对外界事物的关注。如果公司是某个产业集团（综合商社）的一名成员，那有关这一集团活动的信息就可以从商社董事和管理者的月会中获得。收集竞争者（国内外）和市场趋势的信息，是董事责任的一项重要内容；绝大多数大公司、特别是跨国公司，都有一套收集重要商业情报的装置。

当日本董事会慢慢接受外部董事、特别是外国董事时，会需要明确的性格类型和信息的支持。但是，即或在这样的情况下，能够指望的就是，就在他们认真考虑一位董事的身份的时候，有希望的外部董事：

- 要融入公司的运作中；

- 要至少和代表股东建立了良好的个人关系，最好是和其他所有的股东都这样；
- 要由综合商社的董事介绍；
- 要由大股东介绍。

由于关注产品的出口，日本大公司都对国际信息管理进行了制度化的建设。多国公司化，就是海外子公司更加独立于日本母公司的情况，却因为日益增长管理本土化的需求而成为一种新的挑战。这些需求对公司治理的意义在日本引起了热烈的争论。如果存在一种针对外国管理者的“玻璃天花板”，以及存在相当的显示有这种事情的逸闻证据，那么就将严重制约日本企业吸引最优秀外国人才的能力。甚至在感知有这样一种最高限度时，担保或不担保的情况也表明是一大障碍。母公司面临这样一种两难选择：最适合经营管理外国公司的人，可能并不符合母公司董事会传统的与人打交道和运作的标准模式。

在日本排名靠前的几家大公司中，只有少数日本高级主管驻扎在海外，但他们不同意日本公司董事会必须改变的观点，如果日本企业是想成为真正的跨国公司的话，虽然这种观点在日本有多少同事和上级接受尚不清楚。长期密切的私人关系和普通公司经验，使得日本公司的董事会成为管理层的延伸，而且必然排斥外部董事，无论这些外部董事是日本人还是外国人。董事会必须以一种具有明确界定的责任和作用的透明方式进行运作，必须在外部董事具有真正影响之前拥有独立于管理层的权力。

不过，这些变革须假以时日才能产生效果，日本公司到底能走到多远目前还不清楚。指望在不久的将来迅速发生变化，显然为时尚早，因为变革只有在上述的紧张状况开始影响到公司业绩时，才会出现。

时间范围和董事会决策

在日本的计划中，时间范围清楚地表明：根据公司年报，“中期”表示5到10年的时间期间，“长期”表示10年以上的周期。绝大多数长期计划是以“愿望表”的形式出现的：公司将进入什么样的市场，什么是最重要的技术。但是，这种目录经常也会有例外。研究与开发一般就不受时间限制。当大多数研发资金推动新技术迅速商业化时，资金的增加要用于领先的优势研究中，这种研究可能10多年都不会孕育市场技术，其他的主要例外是多角化计划。例如，日本主要的钢厂在未来20—30年中希望降低对传统商业网络的依赖。不过，这个时间框架有弹性。

因为高级管理层和董事的交叉，两个“群体”的时间范围经常一样。长期计划延伸到日本公司的组织结构，因为“上下同欲”的决策方式几乎存在于所有的日本大公司。公司的大方向由高层制订，实施这些决策的提议和想法经常来自基层会议，但提交前必须征得所有群体成员的“同意”（同意是指每个员工都必须在书面提议上盖章的肯定做法，也就是有名的ringisho制度），这些提议才能由按照10年进行衡量的时间框架。

这种上下一致的制度还被总裁应用到公司经营委员会内部和董事会。为得到确切的结果，公司总裁拿出讨论的参数，并综合决策，但决策是大家共同认可的产物，而不是“一言堂”的结果。由于这样的缘故，做出决策要花较长的时间。即使是公司的危机时期，还是要遵守上下一致的决策模式：只是步伐加快而已。

有征兆显示，日本的公司正在偏离这种上下一致的决策过程。日本前几家公司已经将更多的注意力集中在他们称之为“大企业病”的问题上——伴随公司快速成长出现的多级管理的僵化效应。本田汽车公司、NEC公司、日本钢铁公司，还有另外几家公司都重组了业务，对事业部下放了更大的权力，以此实现精简决策过程。这些公司希望在旧的使员工感到参与和集体的一员的模式和新的能够提供更大灵活性和更快应对变化的市场条件之间，找到某种平衡[11]。

相关案例：Ripplewood控股公司

以下为一份内部备忘录，是本书作者之一的蒙克斯在1999年11月给Hermes公司写的一封信。

20世纪90年代的10年金融灾难，加强了日本传统的反省习惯和自我批评的行为模式，出现了许多实质上每件事情都需改变的错误。几十年前中国毛泽东的“百花齐放”一词可能恰好是对日本这10年历史的总结。不管怎么说，在人类历史上，一个战败国的人民能按照计划并忠实执行近半个世纪，到达日本成为世界使者的地步，是极其罕见的。他们坦承，需要一种新的计划，人们对此不应该感到惊奇。我们有必要追溯一下日本政府对主要产业采取的政策轨迹。如果新计划非常成功，那应当不足为奇。

日本在这个世界上如何保持竞争力的“秘诀”，部分原因是勤奋工作和产业的精明，很大部分原因要归功于庞大的、低成本的资本源泉。第二次世界大战结束时，日本的所有私人部门都被摧毁了。在痛苦的重建时期，1954年7月1日三菱综合商社的出现，标志着日本公共部门的重新建立。从此，两种模式开始发展。综合商社的每个公司在商社内部每一个其他公司都拥有自己的股份，以此提供保护，免遭收购和最终双重计量集团的财富。而政府则建立了一种特殊的银行制度，实际上就是将无限制的货币总量贷给那些被认为忠实于国家利益的公司。50多年来，日本的特征就是这些资本金非常小的企业，受到相互交叉持股的困惑，数额巨大的负债资本源源不断地流向那些提供就业、产生出口收益和与各式各样强大的政府官僚的详细计划合作，这些在财政部和通产省（MITI）很有名，但也有像丰田公司这样的例外，那是另当别论的内容了。

20世纪80年代后期发生了巨大的资产通胀，据当时估计日本高尔夫俱乐部股份的总值都要比整个澳大利亚的股票市场价值大，帝国大厦的价值评估比美国整个加利福尼亚的价值还要大。但不幸的是，这种银行制度相信这些价值并将这些贷款对比通胀的价值程度作为担保的条件。当银行担保在90年代出现时，西方人批评日本政府不能快速和果断地记录亏损并着眼于企业的未来。这种批评尤其来自美国这样一个全社会彻头彻尾都是负债储蓄和贷款，经常铸上那么几个坏分子，然后就冲向滚滚而来的90年代的国家。美国和日本的两种银行危机有几个可比的地方，最重要的一点是，所有各方的政治人物都卷入揭对方的短处，所以一般没有党阀的政治争端，最终就都能找到某种解决办法。差别在于，日本危机中非经营负债的程度在他们的资本金或净值中不占多数，是经营负债和非经营负债双方面综合作用的结果。事实上，两种银行制度和经济完全就没有持续发展的战略。当日本的企业不再有能力依赖靠令人眼馋的利率贷到大批款项的路径了，他们将不得不去找到其他的融资模式。

这就提出了公司治理改革讨论中的关键问题。日本和日本的公司需要外国资本才能最优地发展他们的企业吗？日本是一个储蓄十分丰富而且资产财富也同样丰富的国家，例如，美国国债中相当大的部分产生于支付日本的出口，这使得美国国内源头满足不了企业的需求成为很有可能的事情。这种看似取之不尽的银行信贷源头就是勤奋工作的日本人的储蓄习惯，更为特别的是，他们不断心甘情愿地把储蓄进行投资以图回报，而在更加开放的社会中，这种行为将被看作是荒唐可笑的，而且没收充公的。其中一种是7年期邮政汇票，利率为3%。今天日本社会面临真正的重要问题，是金融界是否取消管制并允许外国资本竞争进入，以便为储蓄上瘾的日本储户提供更多的储蓄工具。例如，假设允许信用度，这在日本到处可见，大规模竞争，且销售利率结果是两倍于那种邮政汇票的“货币市场基金”，那就很显然，日本公司在过去50多年中享有的“自由资本”显著的竞争优势将不复存在。21世纪初期，不断有证据表明，日本的储户正在转向美国式的共同基金产品。

日本人对他们自己的管理层失灵进行了非常深刻的批判。他们热衷于公司治理概念，就好像这个概念能够让他们以一种更有效率的方式扭转企业。日本的管理层给自己制订了非常高的标准，但在许

多方面，这种制度偏离了股东利益的中心。如果有人要问这个问题的答案——谁是日本公司的所有者？答案将可能是“高级管理干部”。由于从残酷竞争的学术界进行竞争选拔，综合商社公司的高管人员是一种享有特权的干部群体。在西方看来他们并不贪婪，他们无缘于被炒鱿鱼和成为关注的中心的优势继续得到保障。治理原则只有在所有者对其投资的竞争性回报条件得到满足时，才能渗透到公司的核心。不过，采纳这些公司治理原则显然有助于改变国内消费，很难想象有两个概念对日本人的生活要比西方治理的基本内容更加对立，即透明度和说明责任。7年以前，我经人介绍结识了战后在许多内阁担任高级部长的Miyazawa(每个人都会感到惊讶，这位绅士在70岁高龄还被任命为Obuchi内阁的财政部长)。在那些日子中，他有时间。他是一位认真倾听的、有自己思想和经验丰富的人。当我对公司治理概念描述完时，他用一种令人非常舒服的英语语调对我说：“您必须认识到，您在日本是一个危险人物。”然后他谈到了日本领导人对暴露过多职能信息的厌恶，胜过暴露那些必要的且对局外人负责的文化恐怖群体的信息。因为实际上，今天每个人都使您保证他或她对“公司治理”的热情，Miyazawa的话令我不寒而栗，毛骨悚然。日本社会是一个极其自以为是的社会，日本人下意识地认为有别于他人，有一种典型的孤芳自赏的封闭心态。任何人对过去50年中日本取得的辉煌成就都一清二楚，没有人觉得过去所有的实践有什么不对，而且有什么需要扬弃的东西。

可问题仍然摆在那儿：您需要外国资本吗？客观的答案是没有人知道。我们只知道，在综合商社错综复杂的公司网络中，许多人将他们投资组合中的相当比例用于资助完全才开始界定的利益养老金。这种状况进一步提供新型的制度，它们具有投资于日本公司的未来需求能够变现的资本。最起码这让人看起来很明显，日本想在他们能够得到外国资本的地方占据一席之地，如果那种方式证明是产业的最佳选择的话。实际上，许多日本大公司——主要是那些传统的综合商社关系之外的公司，如Kyocera、索尼和丰田，已经持有了相当的外国股票，并且已经有能力满足投资老的需求。这种方式是公开的，其他公司可能仿效。

驱动力将是国内外股东的条件。从区域来说，个别日本人之所以购买信用共同基金，是因为相信这种购买会有高回报。如果他们能够得到这样的回报，就会对借款的企业追加更高的利率。讨论了很多的转化储户与退休人员比率的“人口统计问题”就需要现有的资金作为养老金的担保，确保产生足以支付养老金承诺的回报。这种压力——彼得·德鲁克称之为中产阶级革命—是新的压力。以前，当公司经营状况不好，股价下跌时，受影响的只是相对较少的人口比例，大多数人抱无所谓的态度。当所有者是领年金的人时，公司经营状况不好就影响到将近一半的人口。这使得在管理层出现确切的劣迹时，政府必须干预。正是对公司负有充分支配以便阻止可能的公司经营状况欠佳的责任，使得这个世纪的历史成为灾难性的历史。

日本不是西方经常着迷的一种同质家庭，这就注定有这样一些愿意冒险的人。这是一种鼓舞这类人的充满动荡和变革的环境，会有适宜的个别日本人和机构愿意接受公司治理和股东行动主义。这个国家需要出现像OECD这样的东西来作为企业管理者以及——在综合商社中利用养老基金，取消对私人公司养老金的投资限制，并将养老金的改革融入到大型新式的实体中，比如拟议中的联邦保健和福利基金，计划规模是160万亿日元，该基金的规模大致和CalPERS相当。这样的话，日本将和Hermes、CREF以及其他全球股东那样，成为外国公司的实际所有者。确实，日本的养老金资产在规模上仅次于美国。

1999年后期，发生了一件令人意想不到的事件。一家敌意收购牵涉到一个外国赢家“英国有线和无线公司”、一个极其有名的日本输家“日本电报电话公司NTT”、以及一个传统的投资银行家Schroeders。公司IDD比起它在日益展开的现代日本商业实践中的位置就不太重要了。这个事件昭示着在评

估日本人态度上的一个重要变化，那就是不再听他们说话，而是要看他们做事。

1999年12月24日，日本金融重建委员会宣布，它将和美国的控股公司LLC达成一项基本协议，出售国有的日本长期信贷银行（LTCB）。该日本公司是在不堪1998年10月非经营性贷款的沉重压力垮台的，垮台前临时受托于国家控制，现在试图将其卖给一家私人公司。选择Ripplewood控股公司这家由企业化的Timothy Collins前Lazard伙伴共同提出的特别目的伙伴，是最明白不过的日本可能注定要成为全球经济参与者的兆头。LTCB不仅是日本商业长期扩张的一颗“皇冠明珠”，而且搞活这家公司还将牵涉到支付必要的补贴，以及持续表明的政府不可能接受借贷负责的意愿。一方面，日本允许自己的一种核心金融资产被外国人接管，表达了一种利用日本纳税人的资产去影响交易的心愿。当它们在好莱坞说这话的时候，您不会得到比这真实得多的话。

Ripplewood控股公司是一家主要由美国和欧洲的金融专家高级人才组成的财团，成员有GE资本公司、德意志银行、ABN－Amro、Mellon银行和Paine Webber集团。Ripplewood控股公司计划将英美公司治理实践引进LTCB。该银行将建立一个15位成员的董事会，其中大约一半人将是外部董事，包括美联储前主席沃克尔（Paul Volker）和Keidanren企业集团首脑耶迈（Takashi Imai）。人们相信，这将是第一次由一家外国公司购买一家日本银行，也是日本公司第一次配备这么多的外部董事，也是第一次人员激励得到大规模的美国式期权计划。“这对整个金融业而言是件好事。”Lehman兄弟公司的金融分析师库里什（Nozumu Kunishige）说，“外国管理将（给LTCB）带来一种全新的焦点和方向，并改善其经营效率。那将推动日本银行加速自身重建的步伐。”[2]

日本的公司治理论坛

就像世界其他市场的治理动态一样，日本也推出了一套公司治理准则。1998年5月，日本公司治理论坛发布了最后的公司治理指南。该论坛由企业高级管理人员、学者、律师和股东代表组成，他们显然看清了改进日本公司治理的需求：“良好的公司治理实践已成为任何公司有效管理全球市场的必要条件。”

该准则认为，日本公司文化有一种比西方公司文化更加“全面”的观点。准则同意公司由许多要素构成，但认为“股东作为股权资本的供给者被赋予一种特殊的地位。”同时，它推荐“希望达到公司和社会和谐的统一感。”

该论坛推出了若干需要日本公司治理变革的推荐建议。例如，论坛呼吁增加更多的外部董事。目前外部董事在日本的公司董事席位中只占4%。论坛还呼吁进行独立审计，设立薪酬和提名董事会委员会。几乎没有一家日本公司设有这样的董事会委员会。论坛本身监督日本公司治理的进展，而且敦促东京股票交易所把这套准则贯彻到上市公司规则中。

推荐还实现了国际认可——CalPERS将日本公司论坛的准则置于对日本投票指南的中心地位。

相关案例：日本的公司治理改革

• 1997年，日本索尼公司将董事会人数从38人削减到10人，试图将公司董事会从一个荣誉机构转变为一个真正能提供战略投入和远见的决策组织。1998年，长期信贷银行将董事会规模从28人大幅削减到6人，以便应对来自瑞士银行公司的压力，后者正在进入一系列和LTCB联手的合资企业。该

日本公司在6人董事会中还包括非执行董事。另外一个动因是想得到一笔一亿美元的援助，那是日本公司承诺重建金融部门的政策。1999年，37家日本公司，包括住友银行和日产汽车，寻求股东批准缩小董事会规模，从40人减少到可管理的10—15人，而1998年发生过100家公司削减董事会规模的类似情况。

• 1999年，人民公司——一家小型的新创公司，只有47名员工，在上市不到两年的时间内，贯彻了西方的公司治理实践。4位董事提名人中有3位是独立董事，年报披露个人收入、以及公司对股东价值相关的激励薪酬的介绍。

• 同年，Nomura资产管理公司宣布，它将第一次投票反对管理层主持的公司解决方案。

• 1999年春季，住友信托与金融公司因担心全球股东行动主义的日本高级主管成立了一个“焦点俱乐部”，目的是想帮助日本的公司更好地管理和全球股东的关系。

• 1999年3月，日本公司养老基金协会增加了其早先制订的治理指南，史无前例地宣称，养老基金具有监督治理的义务。该协会号召各基金投票反对没有贯彻股东价值战略的管理层。

• 1998年OECD的日本经济调查，针对日本日益恶化的经济衰退背景，提出了严厉的治理要求。建议集中在更多的对小规模董事会服务的独立董事上。OECD要求东京股票交易所承认董事会的价值在于有能力发挥远见卓识，方式是使董事会的规模达到一种可操作程度（日本的公司一般多达60名董事）和招聘外部董事。其他建议包括更加广泛应用独立审计和激励性薪酬，1997年期权合法化，但日本前2 000家公司只有141家公司采纳股票期权计划。

• 英国最大、最活跃的基金之一Hermes养老基金管理者在2000年3月宣布，打算任命一位日本本地人担任公司治理顾问。Ariyoshi Okumura的首要工作是把Hermes的国际治理原则翻成日语，并把它们向Hermes控股的450家日本公司宣贯，“我们设计的这种新日本计划，是为了保证我们可以更明智地对关键问题投票，并适当说明当地法律和商业文化，”Hermes的公司治理执行官艾迪克森(Michaelle Edkins)说，“我们将这种情况看成是一种与世俱进的双向学习过程，它将鼓励更多的日本企业贯彻普遍接受的公司治理原则。”

在本书写作时，日本的企业界发生了更强烈的冲击波。2000年初期，一家叫做M & A咨询公司的基金开始了日本首次敌意收购的行动，对象是经营状况不佳的地产开发商Shoei。M & A咨询公司由日本通产省前官员Yoshiaki Muakami领衔。这次收购行动最后没有成功，但是这只基金却受到普遍好评。

Muakami紧接着收购行动的，是对公司2000年3月的股东大会提出股东提议。提案要求将股票红利加倍，把公司660亿日元的其中一部分返还给股东。Muakami本人还要求进入董事会。

M & A咨询公司为日本的股东提出了一项三点计划：

• 管理层置于股东的“有效控制”下；

• 剥离非经营性资产；

• 并购是重建公司并敦促公司实现价值的“完美工具”。

M & A咨询公司并不孤单。2000年初，德国制药企业Boehringer Ingelheim对日本非处方药企业SSP开价1.9亿美元收购。这家德国企业已经拥有近20%的SSP公司的股份，但仍然希望完全控制这家日本非处方制药企业。“这是日本制药业有始以来第一次收购招标，人们对此还不太习惯这件事。我们想创造一种引起人们注意的动作。”这家德国公司的副董事长克瑞伯斯

(Rolf Krebs)说[13]。

一位评论员说道，综合商社制度正在瓦解，投资者难以承受低效经营的资产压力。他建议日本大银行在关闭和那些可能阻止他们扮演袭击者的大企业的关系大门时，小银行可能就嗅到了机会。“一次成功的敌意收购将是自晶体管发明以来冲击日本企业界最激动人心的事件。”他写到[14]。

德国

德国在某些方面和日本治理结构具有某种相似的公司治理制度，但在有的方面又是完全不同的。类似的治理改革模式也在德国出现了。德国和日本一样，也是被迫从废墟上重建自己的经济，并借此发展成为一种高度独立的、基于合作和长期稳定性的公司治理结构。

长期以来，德国公司制度的防线是有效的。当短期行为是英美怪物时，德国的公司制度被认为是长期关系投资有效性的活生生例子。

但是，这种制度最终没有能为德国的公司提供它们所需要的在全球市场上展开竞争的资本。因此，正如我们看到的，国际机构投资者越来越不能忍受阻碍股东权利的狭隘的治理实践。

首先，还是让我们看一看对德国公司治理的完整描述，然后我们再回到专家讨论。

德国的公司治理：牛津分析报告

德国的企业实践发生在制度框架范围中，并以制度框架为条件。这种制度框架的一个关键特色就是写入了法律的双董事会制。这种制度又是和工业民主制度相关的。“董事会”一词涵盖了德国主要公司的两种董事会。全部的公共有限公司（AG）和员工超过500人的私人有限公司(GmbH），根据法律，必须要有一个监事会(Aufsichtstrat)和一个执行董事会(Vorstand）。公共有限公司的双层董事会制度源于19世纪。自1949年以来,这类公司就被要求提供员工说话的形式。监事会、执行董事会和股东全体大会是公司的三个法律机构，共同出现在年度股东大会上。

监事会首先由企业业主委任，然后经股东大会批准。1976年以后，德国的法律规定监事会成员的1/3（小公司）到1/2（员工超过2 000人的公司）要从员工中选举，其他部分从股东中选举。因而，德国的董事会是一种把具有潜在的利益冲突的各方紧密连在一起的制度。面对面的对质只局限于各方对彼此选出的代表都投反对票的事实，从而就使得这种制度倾向于阻止提名那种有争议的或者煽动性的候选人。

基层代表被两种因素冲淡：

- 员工的席位被高级的管理员工占用；
- 监事会主席由股东选取，监事会主席有一票赞成的权利。

监事会一般包括公司的专业顾问，例如律师和会计师，银行以及其他和公司有业务往来关系的代表。但是，重要的一点是，监事会的大部分成员由德国法律任命，而不是由公司自己的内部规定任命。监事会接着任命执行董事会。不过，一旦任命，执行董事会就享有很高的管理自治权，虽然最重要的决策必须得到股东大会或者监事会的批准。

具有5名员工以上的工厂按照法律的要求需有一个工作理事会（works' council），在有关

招聘、开除和改变工作条件方面，业主必须和该理事会商量。此外，还有一个经济理事会，这种理事会半数成员由监事会任命，另外一半成员由工作理事会任命。它们的功能有限。工会对工作理事会的选举，以及监事会中的员工代表都具有相当的影响。正常情况下，工会提出候选人名单，人事董事（ personnel director ）一般是工会人士。

董事会作为一种代表制度

董事会有多种要素。除了顾客，它还要平衡股东的需要，股东包括保险公司和银行、员工以及国家和地方上的公共利益。

• 股东。德国的上市公司不到 700 家，相比之下，英国的上市公司接近 3 000 家。不多的上市公司和不同的股权结构连接在一起：

	德国（ % ）	英国（ % ）
外国人	20	12
私人投资者	20	21
银行	8	– –
公司	39	– –
投资基金	3	67
保险公司	3	– –
国家和地方政府	7	– –
总计	100	100

德国公司的所有权结构

在许多公司中，非投票、限制性和多重投票的股票结构限制着投票权，所以公司受到少数控股股东的控制。在德国，只有相对少量的国际企业拥有某种分散的股票所有权，如德意志银行、西门子和拜尔公司。德意志银行拥有德国最大的企业戴姆勒—奔驰公司 28%的股份。

机构基金对董事会政策施加的影响相对较小。例如，对股利政策，许多公司按照收益很少增加支付。在这方面，“ 可分配的利润 ”在范围上比英国还要窄。必须保留明确的利润比例，以便建设“ 法定准备金 ”，这部分资金大约为名义资本的 10%。股利按每股平均价格的百分比支付，但现在开始出现按上市公司的每股价值百分比支付。

德国公司交叉持股的情况比较普遍：披露这种持股的义务只存在于持股比例超过 25%的情况；如果持股比例继续超过 50%，则有继续通知权利各方的责任。银行和公司股东施加重大影响。此外，银行代表着许多在他们银行有储蓄的私人客户股票，行使代理投票权。在德国，绝大多数股票是送信人，储藏在银行中。客户只是简单地持有银行的股份账户而已。股票的这种不可流动性使得股票持有者通过借贷客户账户进行交换。正是这种权力决定着这些储备的股票的投票权，而不是这些股票的持有者，这就是银行在德国公司的董事会中具有重大权力的主要原因。

这些公司的股东利益涉及到长期的战略性考虑，而不是股利成长或股票的资本增值。投资公司和养老基金控制着支配性的债券和地产，而不是股票。一家典型的养老基金不可能拥有高

于10%的股票控制。这种局面反映了这样一个事实，那就是在德国，绝大多数养老基金资金不足，债券（一般占其投资总额的75%）生成稳定的收入流，弥补支出。低的通货膨胀助长了固定利率的债券，因此就进一步加剧了德国的债券和股票之间的鸿沟，例如，在这方面，德国的差距（2.5%）大于英国的差距（1.9%）。个人直接持有股票受到这样的事实的压制，即股利要受所得税的影响，而相比之下，利率在很大程度上是免税的。

不过，这样的情况可能要改变，如果Morgan Grenfell（德意志银行的一家子公司）估计养老基金年增长9.5%证明是准确的话。养老基金和保险公司都可能增加它们的股票持有比例，而且银行和公司都可能降低他们的股票持有比例来迎合这样的趋势。这是因为欧共体日益激烈的基金保本和管理的竞争，会导致出现一种对稳定德国股票更高投资回报的重视。多元化的需要也对养老金和其他机构投资者增加了扩大持股比例的压力。公众不得不定期表现出对以股权为基础的共同基金的难得热情。大约90%的共同基金是基于固定利率的，这再次反映出德国过人的长期通货膨胀绩效事实。

股东价值理论作为企业经营的一个标准，没有足够的事实证明，它是德国企业的一种选择措施，因为价格—收益比相对高，这部分是战后德国持续低度通货膨胀的结果。

传统上，敌意收购几乎是陌生的，但并不等于就有某种控制股票价值的溢价。有证据表明，股权结构正在按照投资机构的意愿在发生变化。但是，这可能出现盎格鲁—撒克逊式敌意收购实践的蔓延。

小股东容易受到许多因素的影响：

• 一家德国公司当其达到25%的持股比例时，只需宣布持股比例，在收购事件中不承担任何获取全部股票的义务。

• 寻找新资本的德国公司可能和一家能够获取大量货币的机构打交道，而不必征求股东的意见。这就排除了来自新机会的股东，从而稀释了他们现有的股票持有比例。

• 反收购装置普遍存在：它们可以在德国全部最大12家企业的议事程序中找到。这些装置消除了股东接受收购溢价的可能性。

保险公司私营和国营保险格局共存，国营格局既不普及也不强制。绝大多数养老金格局都资金不足，因为养老金主要是从现有收入中支付。大多数公司都是养老金保险协会的成员，该协会承诺支付养老金，如果公司无力偿债或者解散。有一种向基金更充足的养老金格局发展的动作，它可能给予员工在公司中更多的间接利益。对自我投资，存在一些约束。

关系企业之间交叉持股是一种普遍现象。例如，Allianz保险公司持有慕尼黑Re—保险公司25%的股票，以及Dresdner银行22.3%的股票，反过来，Dresdner又持有Allianz的股票。这种公司交叉持股有两种形态：

银行持股（参见下面），主要是历史原因造成，反映在资金上的旧有关系；

战略持股，目的是建立长期贸易关系并防止收购。

这两种类型都代表着公司长期持股，因为战略的缘故持股，而且目的不是为了交易（虽然它们可以在战略基础上的公司之间交换）。因此，股票能够出售的数量是相当有限的。这些持股并不在公司的账目中合并，只在股票红利收入中报告（如果持股超过公司股票的50%，根据法律，必须合并，否则不准这样。），没有标价限制。随着公司在东德和东欧寻求投资资金，

这种相互交叉持股的格局可能会有所松动。

• 银行。在德国，结算银行和招商银行之间的区别并不存在。提款银行总是直接融资工业。为了保护货币，它们必须以监事会的方式在公司中占据一席之地，监事会成员在过去主要由银行代表和银行提名人把持。在德国 84 家最大公司中，有 75 家的监事会有银行代表，有 31 家的监事会主席是银行代表，在这 31 家企业中，又有 18 家监事会主席是德意志银行的代表。

过去，人们习惯说德国企业的监事会中有 60%的银行代表来自德意志银行，20%是接近德意志银行的人，另有 20%的监事会银行代表来自其他银行。银行持股仍然高度集中在德国三家最大的银行手中，这种状况是产生某种垄断价格串谋和其他反竞争实践担心的事实。对这种危险提出了两种防御措施：

• 德国垄断委员会提议限制银行对任何一家公司持股比例达到 5%；

• 成立 Gessler 委员会，检验银行这种持股比例和相关问题，结论是对银行持股比例的限制应该是 25%加上一股，从而给予银行一种潜在的少数否决权。

Gessler 提议已经被采纳。

但事实上，在监事会关系中，银行作为股东，阻止利益的的特殊作用不如 Depotstimmercht，即银行行使所储存的股票投票权。银行当前持有全部股票的 5% ~ 7.5%，但是他们在 50% ~ 55%之间投票。只有 2 % ~ 3 %的个人储户—股东行使他们告诉银行如何帮他们投票的权利。还应该指出的是，银行控制着股票市场上股票的买卖，并且承销新的股票发行。

绝大多数大公司有着稳健的资产负债表，银行提供劝告和战略方向，而不是资本。对此可以看一看戴姆勒—奔驰收购 AEG 的情况，以及德国大陆公司抵御 Pirelli 公司的收购行动。德国银行的首脑是戴姆勒—奔驰公司监事会主席。只要他把持着 10 个监事会成员的位置，任何人都休想任命一位监事会成员。

由于小额零星存款的有限竞争，银行就有能力向业界提供一种成本比大多数 G7 国家都要低的高级借贷。储户、银行和相关的金融业就接受一种较低的回报成本，以顾全更广的宏观经济的稳定和更低的商业风险。公司盈利水平侵蚀着银行和公司的关系，当后者逐渐产生对前者的依赖时，就下降了。但是，这些关系非常重要，它们不是只考虑金融的需要为基础的，变革的步伐也就慢下来了。

大陆公司/ Pirelli 公司之间的收购战，说明了发生在德国公司治理变革的特性，以及拙劣的可能源于银行多种角色的情况。大陆公司的监事会主席是德意志银行的乌立希 • 怀斯（ Ulrich Weiss ）。怀斯还是负责德意志银行意大利业务的人。怀斯显然鼓励，或者起码没有打击 Pirelli 收购大陆公司的意图，当后者通知他收购大陆公司的可能性的时候。大陆公司的执行董事会主席是马班（Host Urban），他决定抵制这次行动，因为这样的收购被认为是一种冒犯德国公司的民族主义的事情。最后，德意志银行中亲意大利的派别宣称，大陆公司遇到了麻烦，存在利于收购的良好和长期的产业理由，这就赢得了时间。马班被迫下台，Pirelli 收购了大陆公司。

• 员工。员工“参与”意味着公司必须通知员工代表有关的重要决策，并且必须在人事决策方面和他们商量。商量的形式由法律决定，特别是由约定俗成的员工代表在监事会以及工作理事会制度中的地位决定。“员工”是一个包容性很强的术语，延展到包括高级管理层和董事以下的层次。即或是私营企业，也必须和员工商量。员工的态度关系到德国产业的成功。产

业和公众（通过税收制度）两方面都高度重视培训和资本投资。

这种产业民主的制度既预示又有助于保护工人和管理层达成一致的程度，它是德国企业的关键特色。这意味着决策方式是用层级的方式讨论而不是独裁决定。对一致性的依赖即促进又延缓了决策的过程。

员工持股近10年来一直是一个引人瞩目的领域。股票分配计划的推行，在于向员工分摊少量股票时公司可以得到税收方面的好处。固定的伙伴关系经常被用于向工人分配股票，他们实际上是对员工贷款。利润相关的薪酬也普遍存在，公司在困难的时候降低工资，这种情况还是一样。

• 政府机构。政府的影响仍然很强，直接影响着一致同意的目标的实现：工厂和设备、研究与开发以及培训方面的长期投资。这些投资主要受到税收政策的推动。在大学和工业院校（国家资助）以及产业之间存在着重要的关系。公共当局仍然拥有大多数的德国公司，包括铁路和电话（州政府拥有），以及大多数公用事业部门（由Lander和地方当局拥有）。Saxony下院州政府就对大众汽车公司持有多数股份，部长—总裁都在监事会。巴伐立亚政府也是Bayerische Bereinsbank银行和Meserchmidt-Bolckow-Bohm公司的股东。国家和地方政府可以提供吸引就业和投资的财政激励。

• 依赖公司解决就业和收入的社区。许多大公司都附着有一个单独的城镇的形象：大众公司和沃尔夫斯堡、Thyssen和杜伊斯堡、戴姆勒—奔驰和斯图加特、BASFL和Ludwigshafen，这使得公司和当地州政府之间的关系非常密切。北莱因Westphalia政府就对拟议的Kruup - Hoesch兼并的就业问题表示关注。

关于银行的角色的争论

监事会结构受到批评，是因为引起的太多的利益冲突需要监督或批评管理层。虽然不是全部，但最多的批评主要还是有关银行在德国制度中占据的地位问题。也有批评董事会实践的，这对许多国家是习以为常的，认为董事们在太多的董事会中参合，这样的董事不发言不说，而且要么担心影响和业务关系，要么担心鼓励这样的活动在董事会中蔓延。

不过，银行在公司治理中的角色迄今为止是最受争议的。银行遭到批评处于许多原因。银行是自发的股东、其他股东的代表和债权人。这样就产生了集中可能的利益冲突：

• 当保证贷款或寻求发行新股转到一家持有绝大多数新股的银行手中时，该家公司可能遭受压力。

• 银行的投票权，尤其是他们的代理投票权——尽管他们并不拥有那些股票，而这是经常出现的情况，使得股东的投票毫无价值。有位批评家认为，这种状况代表了“股东和管理层之间一种集体讨价还价过程的制度现象，这和成立工会，代表劳工不同。”

• 银行作为一个股东的功能可能和它维护外部贷款的利益相冲突。

• 银行受到批评，因为银行一次性持有大量的股票，而且以行事储蓄机构。储户是厌恶风险的，因此，银行应该以低风险的工具进行投资。

• 银行既是内部人又是股东。

董事会职权和管理层的角色

监事会和执行董事会之间的功能区别是由法律界定的，而且存在根本的不同之处。这种情

况和单一的董事会制度形成了鲜明的对比，在单一的董事会制度中，企业的战略作用和日常经营是搅在一起的。监事会和董事会两者之间的关系同样明晰，这种关系有助于澄清公司里每一个面对面的人之间的地位。

不兼容的规则也时有发生。一个人不可能既属于监事会又属于执行董事会。也不存在董事会向监事会的职业提拔：他们都保持独立。执行董事会通通由全职的管理人员组成，监事会由全职员工（通常占监事会人数的一半）和非执行董事组成。但是，在许多情况下，监事会的成员身份却只是他们就业的主要部分，例如，许多银行和相关企业的代表就是这种情况。

半数的监事会成员由股东大会任命，执行董事会由监事会任命。任命的最长期限是5年。对是否剔除执行董事会董事的决策取决于监事会，监事会还规定执行董事会成员的薪酬。

企业的战略规划、日常事务以及公司业绩的评估都属于执行董事会的工作范畴。但是，主要决策需要得到监事会的许可。Hoesch公司的管理层就没有就一项兼并和Krupp协商，结果没有得到监事会的同意。监事会具有否决权，功能是通过其广泛的吸纳和剔除，汇聚各种不同利益群体的方式，为管理层增加价值。

在实践中，这两种董事会的分离并非一成不变。例如，监事会成员如是一个银行代表，就可以直接和执行董事会商量。对于像接管这样的大问题，两个董事会可以组建非正式的工作委员会，但要小心遵守法律框架的限制。

董事的定位和信息

监事会成员有一半是非执行董事，他们的效力主要取决于他们得到和了解公司事务方面的信息。如何依靠管理层得到这些信息的程度上，构成了他们发挥监督功能的能力。不过，绝大多数非执行董事在其他地方都是全职的执行官，因此，他们有着独立获取信息的渠道。从而，银行在这一领域再次成为关键的角色，但监事会也主要依赖于执行董事会提交的正规报告。

大银行都有产业部门，负责监督重要的产业企业的状况。这些部门向银行在监事会中的代表提供信息，并为他们事先准备好要提出在董事会上的问题。银行代表在正常情况下，在监事会开会之前，要把材料呈交给银行的这些产业部门，一般是每3个月一次。这些部门的职员然后准备一份交给董事的信息文摘，并提炼出在会上发言的要点。

执行董事会主要依靠内部信息源，但公司开始不断利用外部信息源：如咨询师、行业协会、商会、大学以及投资分析家。外部信息源可能比较昂贵，但许多这样的信息都是制度化的，包括德国工业联合会、德国工业和商业协会以及各种各样的商会。这些组织的成员靠推荐，成本可从税中扣除。

德国的这种双层董事会倾向于联手行动，共同指引企业的发展方向。执行董事会运用小组或事业部管理或委员会，来考虑企业的日常经营。由于两个董事会的轮换率很低，因而，它们又都能把精力集中于长期事务，这样一来，计划的范围就没什么显著的区别。董事会成员的高轮换率在德国公司被认为是一种说明出事的信号。正常情况下，这种信号不会出现，它和传统的德国经验形成对比。绝大多数德国公司相信，高轮换率会制造不稳定性并使得决策的难度加大，美国和英国那种频繁的总结高报酬和固定比例的管理契约，证明是对公司资源的浪费。

大多数德国公司稳固的现金地位有助于快速决策。其他地方的并购产生资金的高速周转，以及孕育说明股利的持续增长要掏空企业现金的需求。相比之下，西门子公司以每股8马克的

股利 20 年保持不变（ 1971 — 1991 ）。

所以，当东德发生始料未及的政治和经济大崩溃时，许多公司，特别是金融、零售、消费品和金融服务，有能力快速应对新的机会和市场。资本品产业要求更长的时间范围，但决策更加费时。不过，还是对东德和东欧实施了大规模投资计划。宝马公司(BMW)和罗尔斯—罗依斯公司(Rolls - Royce)就在东德合资建立了一个飞机引擎厂；大众汽车公司(VW)则和 Skoda 组建了一家合资企业。东德、东欧和前苏联的局势要求新环境下的新决策。

下一个十年的挑战和机遇

从公司的信息披露角度看，德国落后于美国和英国，以下内容将是或正在由管制或立法行动展开：

- 加强会计准则；
- 内部交易视为刑事犯罪；
- 取消限制性投票的结构；
- 适当引进接管的立法，特别是扩大对持有其他公司股票的报告要求。

假以时日，这些势必会削弱董事会的影响力并加强机构投资者的权力。

假如保持现有的意见一致和商量的状态，德国产业面临的问题主要来自欧盟社会立法，例如社会篇所要求的最低的分散。其他成员国在社会保险成本上的任何增加，都将降低德国在这方面遭遇的竞争劣势。采用欧洲通行的会计标准会带来深刻的变化，将使得创造隐蔽的准备金和让投资者知道更多信息变得更加困难，但同时可能更容易核算投资回报率的真实成本（德国的公司和欧洲大陆其他许多公司一样，为了缓解非正规的利润业绩的影响，采取了保留相当部分的准备金的做法。）。同时，强制规定一种“一股一票”的比例制度，提高公司要控制和操作敌意接管的难度[15]。

变化的迹象

1991 年，牛津分析报告正确判别了对德国公司制度开始产生压力的许多趋势。不过，他们却没有预测变革将如何迅速的到来。

1997 年初，德国金融界的主要代表，包括来自实业、金融服务业、投资和政策的代表，成立了 Finanzplatz 这样一个专门致力于促进把德国打造为一个金融中心的专门机构。该机构的宗旨很简单，就是把外国资本吸引到德国来。到 1998 年末，德国股票的外国股权已经达到 20 %。

Finanzplatz 在伦敦和纽约领导着一个效率很高的研讨会项目，目的是向投资者宣传德国市场的优点，宣传德国公司的股票投票要比实际上看起来容易得多。

德国政府利用 1998 年中期通过的控制和透明度法（ Kon Trag G ）对 Finanzplatz 给予支持，这一法规将德国公司第一次暴露在接管的环境中，而且培育投票制度。这等于说废除了投票的多种形式和多种投票权；禁止在监事会候选人上交叉持股投票选举，限制银行的投票权。第一次要求强制性披露监事会成员担当的其他董事会职务信息。

德国的公司治理准则

2000 年 1 月，德国终于屈服于国际社会的压力，首次推出了它的第一部公司治理准则[16]。

起草小组由来自大中小规模的公司代表、律师、个人和机构投资者组成，推出了一种集中改善披露、投票的简易性、业绩薪酬以及加强监事会职业精神的准则。

最后一点可能是最重要的。到目前为止，监事会职位主要是一种荣誉性职位。长期的管理者指望获得自动晋升。对德国公司来说，简单地列出监事会的成员名单很正常，因为没有丁点有关这些人的背景或经历的信息。几个名人把持着相当多的监事会职位；也有揭示监事会不监督的例子，参见下面的相关案例 Holzmann 。

德国公司治理小组很清醒，监事会必须转型为一种真正的权力机构，由专业人士组成并对股东负责。该准则提议，离任的公司 CEO 照例不应该提拔到监事会。

准则的推荐澄清了这样一个事实，即在国际化和快速变化的市场时期，董事会层次需要更广泛的战略投入。

第二项推荐探索将监事会成员融入绩效改进过程中，在规定的年度内，不能出席半数以上的监事会会议的监事应该在年度报告中予以通报。

斯特仁格（Christian Strenger)是共同基金管理公司 DWS 的执行董事和该准则小组的设计师，他说：“监事会成员中有一种大梦初醒的气氛。”

准则起草小组在有的方面受到批评，因为他们不能对抗德国公司制度中某些主要结构。起草小组希望在德国公司制度存在的范围内改善公司治理状况，而不是试图改变整个公司制度。例如，对监事会中工会代表的情况就维持原状不变，但这恰恰是国际投资者希望改变的关键点。不过准则起草小组并不想卷入是否应该废除这种员工的作用，以及如果这样又怎么之类的问题。斯特仁格宣称，用循序渐进的方法更有可能取得这样的进展，这种方法就是对标准采取“离合器式的加速”而不是激进的、德国公司不能适应的改革。

相关案例：对德国公司治理准则的评述

本书作者之一的蒙克斯应德国公司治理准则起草者们的请求，向斯特仁格回复的一封信，时间是 2000 年 2 月 15 日。

按照我对专业术语的理解，公司治理表示两个分离但并非毫不相关的条件：承担公司对社会影响的承担负责，以及向资产所有者承担有效管理资产的责任。第二种用法最普遍，我将在此就第二种用法展开讨论。对各种不同的治理制度的评价可以简化为一个问题,那就是管理者对资产所有者负责真的那么重要吗?

这个问题就是询问德国公司法提出了正确的问题吗？还有，对德国公司治理准则的问题也是这样吗？如果不是的话，那什么样的标准才合适呢？

阅读德国公司治理准则后，有一种不甚明朗的感觉，一个外部股东——甚至是一个拥有相当持股比例的股东，比如说 15 %，如何才能有效地就他所关心的问题和某个关键的管理人员沟通。人们以为，在德国股东大会上投票选举董事会的权利和美国没什么两样，即股东自由投票赞成、反对或弃权，甚至写上他们自己认为合适的候选人，但那些被选举的人肯定是已在选票上被现有的公司管理层填好了名字的人。因而，德国准则似乎企图延续一种自我永续的管理制度。公司外部的股东不能对公司施加直接影响。因此，保护股东权利将必须在公司机构的内部功能上去寻找。

在这方面，德国准则似乎把值得歌颂的东西揉在了一起。准则中有一种细心和谨慎建议的财富，有助于增强组织的内部统一。创造董事会透明度和陈述司法范围之间出现的问题，在准则中看起来是非常

成功的。

德国的公司治理准则对语言和文化精细认识的要求程度，超出了我想知道的是否以及在什么样的程度上“公司利益，公司政策”被理解为对管理层无可争辩的优化股东利润的义务。特别是专业名词的内涵模糊。有些人，比如说像我这样的人，提倡长期股权价值的优化是公司的目的，就会坚持，这样的术语包括适当的“最佳实践”在员工、顾客、供应商和相关的社区方面的成本。我们用“优化”而不是“最大化”的原因，目的是提请人们注意，用词要讲究艺术性。我所谈的原因这些东西的意思是，以上从德国准则上摘录的词汇需要用一种不同于我们在英美用法的“注释”去解释。

公司适当披露对社会影响范围的问题需要引起更多的注意。德国在其评估者戴米诺看来——位居欧洲联赛表的末尾，这个国家公司治理的问题被倾向公众权利的信息幌子保护起来。或许，美国人会把这种情况理解为某种文化差异，因为联邦法律对于公司的信息披露能量是“全部披露”，而且几乎没有管制。

美国和英国的公司通常有很多理由不附加超过优化其自身价值的责任。很显然，德国的公司在这方面和德国社会的关系要紧密多了，从公司要成为许多养老金源泉以及法律和文化承诺参与工作理事会的陈述中可以看到。因此，德国公司的这些责任必然成为其公司治理的政策。我的结论只是我充满信心的一种声明，而不是想重复我们的错误。

相关案例：冶金公司（Metallgesellschaft）和 Holzmann 公司

长期以来，德国经济体制的成功似乎提供了其公司治理制度是有效的证据。德国经济体制没有培育所有者和管理者之间的长期关系吗？德国公司过去没有能力制定得到长期耐心的资本支持的战略？银行和公司代表在监事会中不能确保监督管理层的有效进行？因此，它们导致德国免于大规模和突发性的公司动荡，这种动荡似乎就是英美公司常见的内容？

关于最后一个问题，至少答案是否定的。1993年12月，德国第14大公司冶金公司管理层宣布，该公司濒临破产。公司在美国的子公司MG公司创造了需要21.5亿美元一揽子拯救计划的亏损记录。

该公司的股东包括几家德国最大的金融机构，德意志银行、Dresdner银行和联盟（Allianz）保险公司。他们和其他大股东一道，拥有该公司监事会60%的席位。

该公司并不是孤立事件。1999年后期，赞同继续推行公司治理改革的呼声戏剧性地得到了德国大型建筑公司Holzmann倒台的支持。

在表示惊讶于这家公司的债权人无意看到它垮台后，德国总理施罗德安排了1.3亿英镑的拯救一揽子贷款。

这两个事件都表明，德国制度倾向于其英美同行那样的无能，监事会的存在只是提出这样一个问题：谁来监督监事会？

Holzmann拯救并揭示出这样的事实，在德国公司中，所有者—经理人或所有者与经理人之间关系被国家的密切介入搞复杂了。

地震

德国并不满足于依靠鼓励和制订某种最佳实践准则的方式来改善公司治理。

1999年后期和2000年初期，德国发生了两个令人瞩目的公司事件，从根本上反映了某种

重组德国公司的信息。第一个事件是一家德国大公司被一家外国公司接管；第二个事件是拟议中的税收变革，旨在打破德国公司制度中的交叉持股结构。

Mannesmann

1999 年，从事固定电话和移动电话服务、以及汽车和工程业务的德国公司 Mannesmann，接管了英国移动电话供应商 Orange。

这次兼并被认为是对英国大型移动电话公司沃达丰（Vodafone Airtouch）的侮辱，后者本身就是一次英国的沃达丰和美国的 Airtouch 进行国际兼并的产物。Mannesmann 的这次交易向沃达丰公司提出了一种两难选择：欧洲移动电话部门正在整合，德国过去一直没有参与。

沃达丰的选择是，要么默默地承受这种战略威胁，要么实行一个大胆的统治欧洲的行动—接管 Mannesmann。

第二种战略存在着明显的反对意见，因为还从来就没有过成功收购一家德国大公司的先例。但 Vodafone 为这次敌意收购出价 1 300 亿英镑，创造了这宗历史上最大的收购案。

首先，开价方暗示，治理趋同和欧洲统一都是一个神话。德国总理施罗德拒绝了沃达丰的建议，说："敌意接管永远是不可取的。"德国一家报纸《Bild 报》问"这种巨大的贪心会成功吗？"但没有人站出来回答。英国的《每日电讯报》的答复是"想接管吗？什么是接管？"

不过，这种行为也及时说明了这样一个明显的事实，治理的民族主义是一种远远小于国际市场的动因。

Finanzplatz 的 CEO 赛普（Stefan Seip）比德国总理要理智多了。他说，这次行动是"德国和我们的公司治理文化的一次大教训。许多德国政客实际上并不具备现代德国资本市场的思维。他们不熟悉在世界上其他地区很正常的东西。"他认为，这些政客的看法表明，德国市场"仍然还处于发育阶段"。

戴米诺的塞塔阿（Shervin Setareh）是欧洲一位著名的公司治理咨询师，他也赞同对德国采取激进措施，满足投资者的股东价值期望的看法。

他说，这对德国公司和市场参与者具有"震撼性效应"，有家名列 DAX30 的公司迟早要被接管。这次行动"在德国投资者中产生了大地震，表明什么事情都可能降临到德国公司头上。"他说，这次收购是"德国意识的新尝试"和"难以吸收的尝试"。

但痛苦的口感是必要的，他宣称，如果德国想照它希望的方式发展，德国就要加入到泛欧洲的股票市场发展的洪流中，他说，"而且德国还想成为领导者。如果那不是你想去的地方，你就不得不用坏的东西去取代好的东西。"

塞塔阿先生说，"德国"有"一种强大的向盎格鲁—撒格逊公司治理框架靠拢的趋势。"市场"竭尽全力想采纳好的治理实践。"

沃达丰行动的关键是，近 2/3 的 Mannesmann 公司股票由非德国投资者持有。收购的成败取决于合理分析这两家公司的竞争战略，而不是地方性市场民族主义。

沃达丰在伦敦和纽约的股市上大举进攻，Mannesmann 在分析家和记者的跟踪报道下，节节防守，但相比之下，表现令人失望。

2000 年 1 月，Mannesmann 终于妥协了。"股东决定的" Mannesmann 执行官埃塞尔（Klaus

Esser)说道。一个德国大公司老板做出如此评论，这在10多年前，简直是不可想象的事情。

税制改革

在Mannesmann和沃达丰激烈格斗的背景下，德国政府宣布将寻求废除对出售股票征收的、惩罚性的资本回报率。这次宣布对德国公司的意义深远。

当代德国公司制度的主要特点，如牛津分析报告所示，就是交叉持股的网络，它把德国的公司和银行紧密地捆绑在一起。

德国公司长期以来呼吁解除这些持股机会，更加积极地管理这些资产。但是，对任何股票出售征收惩罚性的50%的资本回报税，却限制了德国公司这样的做法。

财政部说，拟议中的这项税收废除“将对企业必要的现代化进程和重建产生重要的影响。”

在匆忙宣布的同时，大规模的股票出售似乎不可能，绝大多数股票的规模太大了，根本不可能在短期内安排好，而价格又不至于回落，政府的行动只是设置了逐步解除这种交叉持股的结构程序。

银行和多年来要求这种改革的公司，现在是不可能不行动了。德意志银行把这种变革称作是“一种令人瞩目的动作”，并且说“剔除税收管制障碍将释放出公司重建的巨大波浪和大面积削减德国公司中的交叉持股，这可能有助于缓解德国公司治理中的外国股权问题。”

赛普称这种税制改革是“一次革命性的步伐。”他说“没有人会想到政府会做出这样的一种举动。这实际上是要德国公司向世界展示德国公司的改革意愿。”

德国波仕（Borse)公司市场部主任施罗特梅尔（Dirk Schlotermeyer)同样激动不已“我很乐观”,他说，“这将推动经济的全面重建。”

市场对这样的消息给予了积极的响应，一天之内将DAX 30指数的主要股票价格上扬了4个百分点。

交叉持股旨在提供德国主导的投资、长期稳定和一种在商界“舍我其谁”的整体感。但在全球资本和需求日益强烈的股东时期，这种持股结构钙化了，只给公司留下大量不想要、但又不能卖的股票。

例如，保险集团联盟和再保险人慕尼黑Re拥有各自25%的股票。联盟继续拥有Dresdner银行21%的股票，后者反过来持有10%的联盟股票。在他们之间，他们还和拥有10%股票的德意志银行（这家银行的非金融资产比重大约为200亿美元）一道，拥有大约35%的慕尼黑·罗克公司（Munchener Ruck)股票。仅仅是为了把事情复杂化，德意志银行又拥有10%的慕尼黑Re股票和7%的联盟股票。

全部加在一起，德国的公司相互之间持股拥有大约1 000亿美元。

德国公司和股东都抱怨这些持股把公司变成了实实在在的被动的管理投资信托。对这一制度持批评态度的人士认为，德国公司应该自由根据他们的核心业务或者根据股东的现金回报率来投资这些资产。

拟议中的改革一旦通过，据估计将激起德国的并购和接管的波浪。

公司将面临来自投资者的巨大压力，赛普说，对相应的公司重建的战略机会表态，“国民和国际投资者将依据这样的新机会来考核公司的管理层。”

以前，德国的公司因为友好控股股东的原因而根本不受接管的影响，但现在这样关系突然变得弱不禁风，摇摇欲坠。

施罗特梅尔提请重视，国际投资者还将在迫使德国公司进行制度重建上继续发挥作用。作为一种投资组合，在今天，企业的联合已经变成了现实，“它们将展示一扇观看购物的新窗口。”他说。

未来更美好?

上述的公司治理变革把德国独特的自给自足型公司治理品牌摆在了什么位置？当然，德国高度内向型的经济是一种过去的东西。当股票蜂拥而入德国市场，而高科技 Neuer 市场又迅速扩大的时候，国际资本的需求就日益难以把握。

但德国的共产主义精神仍然保持着强大的作用，不会在一夜之间烟消云散。根据共和国宪法，德国的公司原则上对社会具有一种义务，这种义务需认真对待，而且在没有相当的阻力时，是不能消除的。

不过，这种社会责任所表述的公司结构模式可能要改变，尤其是员工代表出现在监事会中的情况。

Finanzplatz 的 CEO 塞普估计，德国公司的员工将继续留在监事会中 3 到 5 年，但将面临日益增加的不许干预追求股东价值的压力。他肯定到，员工代表决定公司发展的权力，是政治性多余实际性，而且“他们的政治权力在逐渐衰退”。

在本书即将付梓时，德国第二个公司治理委员会已经处于筹备阶段，而且得到了政府的大力支持。第二个委员会将主要负责检查德国公司治理结构的一般情况。它对员工利益如何才能最佳表达的结论极其小心，这不是说在德国这样，其实在整个世界的投资市场上都是如此。

相关案例：戴姆勒—克莱斯勒和全球化的危险

对不同的公司治理方式的冲突，没有别的地方能比德国的美国的汽车公司的兼并更能说明问题的了，它就是 1998 年 5 月发生在戴姆勒奔驰公司和克莱斯勒之间的合并。

这项兼并后面的战略完全是区域性的，都不是出于某一方希望做大规模，以便在日益全球化的汽车市场上竞争，而是双方都想，如果不是领先的话，在关键的美国和欧洲市场上占据一个牢固的地位。《商业周刊》称这次兼并为“在汽车天堂举行的婚姻。”

但即或这种产业的逻辑正确，这次兼并能够克服联合两家文化、历史和方式都不同的公司时所必然出现的问题吗?

不管怎么说，克莱斯勒当时充斥着李·艾科卡急噪的“领先、追随或者出局”精神。艾科卡在 20 世纪 80 年代初期拯救了克莱斯勒公司，那时艾可卡的年薪是一美元，但得到大量的股票期权。相比之下，德国法规对期权不予承认。

《金融时报》报道说，“人们多数的注意力集中在这家汽车厂商如何能够成功地把固执、技术精致的德国文化和美国的大市场取向和才干揉在一起。”

文化差异可能在董事会中表现得最突出。兼并术语意味着戴姆勒—克莱斯勒公司将受制于德国的法律。因而，新公司就将有一种双层董事会制度，一半的监事会席位由员工代表把持。80 年代初期，克莱斯勒一度尝试过让一个工会代表做董事，但该计划没有付诸实施。和任何一家美国公司一样，克

莱斯勒几乎是全身心地投入股东价值最大化。美国联合汽车工人联合会的一位成员就及时加入了戴姆勒—克莱斯勒公司的董事会。

戴姆勒奔驰的最大股东是德意志银行、商业银行和Dresdner银行，这三家银行在戴姆勒公司占据着监事会的3个席位。相比之下，克莱斯勒的董事会75%的董事是外部董事。

董事会方式的对比个性鲜明。克莱斯勒的大股东和董事会董事是克可瑞（Kirk Kerkorian），这是一个章鱼式的亿万富翁，他在拉斯维加斯的赌桌上积累起了他的财富。克可瑞要求克莱斯勒运用一系列敌意接管行动.提高股价，要求股票回购和提高股利。

戴姆勒的董事长是科佩尔（Hilmar Kopper），他是德意志银行行长，给人的形象是一个非常严肃的德国银行家。“瘦骨伶仃的战士和贤明的公司政客”《金融时报》评论到，“这两个男人的风格汇集了十分醒目的发展于德国和美国的资本主义风格。”[18]

事实上，戴姆勒在德国的公司中是很特别的，因为该公司偏好股东价值。例如，戴姆勒的执行董事施伦普（Jurgen Schrempp）就积极地推行一种激励的薪酬一揽子计划，在很多方面反映出某种期权计划。“这计划让我在德国不受欢迎”他说。

尽管如此，戴姆勒对股东价值的定义只是刚刚满足了克可瑞的要求。他发现自己在董事会中的影响力每况愈下，一年只开六次会，而且他积极推行的股东价值信息可能要遭到董事会中半数董事的反对。

兼并刚刚完成不久，位于德国斯图加特的戴姆勒奔驰公司通讯官、高级副总裁瓦尔塞（Christoph Walther）向《金融时报》撰文，介绍了股东价值方式如何融入新公司的情况。“戴姆勒—克莱斯勒正在将盎格鲁—撒克逊和德国公司治理组合在一起，方法是建立一个股东委员会，委员会包括了股东代表和外部董事，以及两位董事长。”[19]

但他提到了他关于FT对德国公司治理评论的看法：“你的评论也可以被理解为表示盎格鲁—撒克逊的公司治理制度优于其他公司治理制度。但就我们的理解，没有任何证据显示盎格鲁—撒克逊公司治理制度是回避管理混乱或公司失败的良好装置。”

另外一个潜在的难题是披露方面的问题。德国投资者关系实践和会计标准远远不如美国透明。更糟的是，该公司的第一次年报就引起了美国方面的紧张。年报（无代理公报）没有包含任何执行官薪酬、董事股票期权或最大股东方面的细节信息。此外，公司还拒绝接受任何电子手段的投票结果。接受邮寄投票的最后期限是股东大会召开前4天，不是美国规定的会议召开当天的标准。“毫无疑问，有投资者喊叫起来,大呼上当受骗。”国际治理评论家戴维斯（Stephen Davis）说。

第三个关键问题是薪酬。如前所述，德国的一致做法是平均主义的公司文化，这种文化意味着德国的执行官薪酬相比于美国同行来说只是中等水平。在两家公司兼并的那一年，戴姆勒奔驰管理层的10位成员的薪酬总和大约是1 100万美元。施伦普本人带回家的薪酬是上述总数的150—200万美元。

同年，埃顿（Bob Eaton）得到的薪水和奖金约为460万美元，但以股票期权支付的现金价值就超过了500万美元。克莱斯勒即将离职的副总裁鲁兹（Bob Lutz），以股票期权支付的现金价值就超过了1 300万美元。

综合起来看，克来斯勒管理层前五位成员带回家的钱是戴姆勒同行赚取的三倍多。

两家公司在薪酬上达成一个妥协方案。双方同意，原则上应该支付低的、固定的所得，并且和高业绩相关的激励薪酬挂钩。但同时他们也同意，在个别公司，薪酬层次将保持两年不变。

其他棘手的问题还有似是而非的小问题，尤其是被兼并企业的名字。美国谈判者要求用克莱斯勒

—戴姆勒，德国方则要求用戴姆勒—奔驰克莱斯勒的名字。

最后，尽管戴姆勒在交易中明显是占上风的伙伴，但被兼并企业的官方语言还是采用英语。

戴姆勒克莱斯勒计划投放30亿美元的“协同”，在3年内削减成本，尽管复杂的投资者关系业绩使得股价停滞不前。

开始时臃肿的17人管理层逐渐精简，绝大多数是以克莱斯勒方人负出局收场。而且，另外一个信号则是该交易并非如戴姆勒接管克莱斯勒那样显示的“平等的兼并”，埃顿比预计的时间提前许多就下台了。

一项最后的统计结果警告了跨国兼并的危险。1999年初，标准普尔决定不把戴姆勒克莱斯勒纳入S & P500指数中，这使得无数的美国Tracker基金将该公司的股票剔除其投资组合。1998年11月当这项兼并完成时，美国人拥有该公司44%的股份。但在半年以后，这一数字下降到25%。

有这种称为“全球公司”的东西吗？或者国民价值总是无足轻重吗？如果是的话，你如何兼并不同的永远不兼容的国民价值？

相关案例：SAP公司笨拙的期权

高技术部门全球化的公司治理意义在SAP公司有生动的体现，SAP公司是欧洲一家最大的德国软件公司。

SAP公司是第一家引进执行官股票期权的德国公司。有争议的是，该公司采纳一种美国模式，在这种模式中，期权和附加的业绩条件没有任何关系。没有采纳通常设置多种期权实现障碍的英国模式。

SAP公司对此期权模式的解释是，在像软件这样的国际部门中，公司必须竞争人才。该公司说，“脑枯竭”冲击着美国的劳动力市场。

公司共同执行官普拉特纳(Hasso Plattner)在公司的年度股东大会上说：“我们在竞争顾客而竞争，但也竞争工人。我们至少必须要确信我们在这个市场上有能力和甲骨文公司以及微软公司竞争。”

这种期权模式在年度股东大会上以压倒性优势获得通过。“不过两个国家的文化代沟显而易见”《金融时报》这样评说SAP公司的期权计划[29]。

法国

法国公司治理制度的界定特征，是缺乏一种分散的投资群体。相反，是国家、银行和公司管理层在掌握着法国公司治理结构的控制利益。在这方面，法国制度源于英美模式，尽管它在很大程度上还源于德国模式。

法国公司的所有权

法国的公司由国家、管理层或家族控制。法国前50家实业、商业和服务公司分为下列几个方面：

- 12家为国家控制；
- 17家为管理者控制；
- 14家为家族控制和管理；

- 3家为家族控制（但具有外部管理层）；
- 4家子公司。

在现代工业化国家中，除了日本，还没有哪个国家像法国那样，国家的作用是如此巨大。这部分是因为法国长期鼓励国家精英以高等（Grandes Ecoles）教育制度的方式介入公民服务的缘故。自第二次世界大战以来，那时法国刚刚进入重建国家经济的阶段，法国的知识分子精英——以公务员和实业经理人代表，就密切卷入了实业的成长过程。

因此，服务实业和服务国家在法国几乎是一个概念和同一件事情。经营最大公司的管理者、为公司提供资金的银行家以及监督公司的政府官员，都具有相同的教育背景，而且都拥有让法国的实业掌握在法国人手中的心愿。

法国政府在经济中强大的作用，以dirigisime著称，可能是影响法国公司治理的主要因素。虽然国家正日益变得不太dirigiste，还是在为了政策目的而积极推动国有行业中的兼并和重建，使核心产业牢固的控制在政府手中。结果很复杂。当法国取得某种突出的成功时（核电力和航空），并不是没有失败的行业（计算机、消费电子品）。政府在汽车、钢铁、保险和金融业持有相当的股份，在公共事业，如铁路、煤、烟草、无线电和电视，具有明显的垄断倾向。

国家对私营企业的控制还间接通过金融制度在扩大。法国的金融机构（银行和保险公司）是法国产业资本的主要供应者，现在大约占Bourse市值的1/20。但是，许多这样的银行是国有的，或者主要受到政府的影响，例如甚至是最大的私人银行，一般也是由前政府官员经营。银行是信息通达、长期的股东，他们对保护法国公司免遭接管起着强大的作用。

法国发展了一种复杂的交叉持股制度，但不同于日本的综合商社制度。Verrouilliage制度是一种把股票和友好公司“停泊”起来的制度，据估计占Bourse交易股票的2/3。通过其他的机制，公司就有效持有了他们自己的股票。这种制度对抵御主动接管发挥着重要的作用。

管理层和董事会：非国有企业

管理层在法国的公司中权力很大。公司总裁董事总长（PDG）把握着几乎无所不能的控制权。的确，一个法国公司的PDG告诉咨询集团牛津分析师，法国是唯一的由一个人决定、执行和控制公司战略，而且不受董事会任何反对的西方国家。[20]

PDG实质上控制着董事会，控制着董事会的选举，而且可以支配董事会讨论的主题。人们确实称这种根据管理者的决策意志进行董事会投票为“坏习惯”，因为它说明PDG对董事会失去了信心。PDG并不只对公司日常经营负责，而且还对公司的长期战略方向负责。的确，如果PDG想得到关于大型战略行动的忠告，他可能直接去找国家（公司可能需要国家银行的帮助）而不是去找董事会。

因为甚至私营企业都倾向于控制在控股股东手上，所以董事的选举通常是考虑少数大股东的利益。虽然PDG对董事会和选举具有绝对的权力，但仍然在挑选新的董事会成员上，他总是密切注意其所有者的意愿。最大的银行确实代表着主导规模最大的公司的董事会。

复杂的法律条款规定了法国公司董事会的结构和组成。对一家新开张的法国企业来说，可以有两种董事会治理方式选择，要么选择单层式董事会结构（像英美模式），要么选择双层结构（像德国模式）。绝大多数法国公司选择单层式公司治理制度。

最突出反映法国董事会董事的事实，是他们相互持股的程度。1989 年，有 57 人占据了 100 家法国最大公司全部董事会席位的 1/4，20 人占据了 11%、多达 120 个的席位。

威隆（ Viénot ）第 1 卷和第 2 卷

法国和世界其他地方一样，用最佳实践准则推动公司治理改革。这些准则发布于 1995 年和 1999 年。两套准则都是由前社会部长威隆（Marc Viénot）主持。

第一套威隆准则促进了某些意义深远的公司治理改革。截止到 1999 年，执行搜索企业 Korn / Ferry 就有能报道下面的内容了：

- 92%的公司一直在应用威隆推荐的公司治理建议；
- 30%的董事是独立董事；
- 90%的董事会有审计委员会、薪酬委员会和提名委员会，正日益发挥着重要的作用；
- 外国董事的出现在 1994 — 1999 年间从 10%增加到 20%。[2]

但是，在其他领域，威隆公司治理推荐要么走得不远，要么没有引起人们的注意。特别是 PDG 的权力集中仍然十分强大，公司依然对薪酬没有发言权，少数股东继续把持大量的董事席位。Korn/ Ferry 在 1999 年发现，10%的董事占据着 35%的董事会席位。该公司报告的结论是“近亲繁殖仍然普遍”。

威隆准则第 2 卷报告了纠正某些公司治理不足之处的措施。

董事会结构

根据法国的法律，公司可以或者选择一种单层的、董事长和 CEO 合二为一的董事会，或者选择一种双层结构和监事会，单独设立董事长。

公司抱怨到，这种选择权抑制了公司的灵活性。如果他们想选择一种董事长和 CEO 分设的结构，就要求他们采纳更加麻烦的监事会董事会结构。威隆准则第 2 卷赋予了公司选择一种分设领导人角色的单层董事会结构。

CEO 的新职位（和 PDG 分开）头衔是董事执行长（ director general exécutif ）。

威隆准则第 2 卷还对董事会的运作拟议了某些重要的改革措施，以推动董事会层次上增加透明度和说明责任。

在威隆准则第 1 卷报告中，非执行董事是一种闻所未闻的现象。正如 Korn/ Ferry 发现的那样，虽然英美投资可能不同意法国对独立性的定义，但还是有进展。威隆准则第 2 卷希望继续这种进展，该报告推荐，独立董事要占到董事会至少 1/3 的程度，并在审计委员会和提名委员会中要至少占到 1/3。薪酬委员会应该由大多数独立董事组成。

公司年报应该披露董事会和董事会委员会开会的次数，应该向股东提供“董事出席这些会议的适当信息。”

法国的董事过去可以任职（一旦选上的话）到 6 年的时间，而股东不能再选举。威隆报告指出，法国公司把任职期限限制在 4 年，“以便能够使股东充分监督他们的任职情况。”这种方式可能不太像英国和美国对投资者的急迫步骤（在美国市场上，年度选举董事会越来越成为一种达成共识的最佳治理实践。），但它毕竟代表着进步。

威隆报告还提出，“任职期限应当交错进行，以避免总体更新，应使董事会平稳过渡。”每位董事的任职期限应该披露。

同样，年报还应该披露每位董事的年龄、主要执行官的位置、在其他上市公司中的董事身份以及持股情况。这种信息现在可以根据法国的法律获得，但由于威隆报告的原因，现在获得这样的信息就更容易了。

年报还应该披露每个董事会委员会的构成，这对法国股东来说绝对是新鲜的信息披露。

法国著名的公司治理顾问普罗克辛维斯特（Proxinvest）称这样的推荐是“积极的治理改善”。

不过，正如 Korn/Ferry 发现，法国的公司只是在缓慢地寻求范围更广的董事会候选人名录。威隆感到要被迫重复他以前的指南：“委员会重视在 1995 年报告中的推荐，在上市公司中发挥执行责任的董事应该限制担任外部董事的数量，任何情况下，不得担任 5 个以上的外部董事职位。”

薪酬披露

威隆报告第 2 卷推荐，年度报告应该专门规定一章，披露公司官员薪酬的内容，包括：

- 详细的描述确定执行官薪酬的政策、分配固定和流动比例的原则、决定流动比例基数的标准以及奖励奖金的规则；
- 执行官们得到的全部薪酬的总量，流动和固定比例之间的转换数目；
- 向个别董事支付的出场费数目。

这些提议使法国许多公司治理活动家和国际投资者感到失望，他们原本指望看到披露个别董事的一揽子薪酬计划的。事实证明，法国公司的执行官根本不愿意泄露个人的薪水，而主要由著名执行官组成的威隆委员会也就保持了这种状态。威隆报告称这种对执行官薪水的注意是“窥阴癖”。

但窥阴癖赢得了时间。就在威隆报告第 2 卷发布后的数月，一个代表大公司的群体梅德夫（Medef）推荐，全面展示个人薪水一揽子计划。

梅德夫希望按照政府强行改善披露的意愿，依法对公众于股票期权的不安情绪表态。1999 年，法国政府发动了一次对所谓的“Jaffre 事务”的调查活动，阿奎泰安公司（Elf Acquitaine 老板菲立普·贾夫在公司被全芬纳（TotalFina）公司敌意接管后，赚了大约 3 000 万美元的股票期权所得。

相关案例：Rhône Poulenc

欧洲唯一的泛大陆公司治理基金在 Rh ne - Poulenc 这家法国制药企业面前遭受挫折。

ABF 欧洲 AV 是一家按照公司治理标准来说深受投资者信赖的基金，1999 年 5 月介入上述法国公司年度大会，想制止该公司实施一项投票权。

Rh ne Poulenc 在和其德国竞争对手 Hoechst 谈判兼并时，陷入泥潭，不能自拔。达成最后兼并协议的进展总是太慢，两家公司的股东都怀疑这一交易的明智程度和条款。对兼并价格的怀疑提出了第三方参与竞价这两家公司之一的可能性。

Rh ne Poulenc 盼望保护它和 Hoechst 的关系，就游说股东批准同意一项反接管装置，该装置把任

何掠夺者的投票权利限制在8%。提案如得到2/3的多数，就算获得通过。

年度大会召开之前，Rh ne - Poulenc提议修改多数条款。绝大多数条款在范围上有误，拯救这种投票权。提出的新条款在圣诞节的平安夜发布。8%的股东反对这一行动，当时是空前的不满。在反对这种投票形式的投资者中，就有大名鼎鼎、无处不在的美国基金活动家加州公共雇员退休系统CalPERS。

虽然股东们的反对呼声不是太高，施德尔（Scheider）还是介绍了一种类似的投票形式，或许因为这种投票形式是作为78种方案之一提出来的缘故。

1995年，阿奎泰安公司提出一种限制投票权利的办法，但马上遭到17%的股东反对的记录。

反对投票限制的浪潮进一步受到法国基金管理者协会的推波助澜般支持，他们在1998年推出了公司治理指南。在反对缺乏支持一股一票的同时，该指南还反对限制性投票权。该协会推荐其成员“质疑”Rh ne-Poulenc的“解决办法”。

最后的结局是，这项限制投票权的措施不仅被挤压到1%的比例，而且在Rh ne - Poulenc承诺放弃这种限制投票权后，与Hoechstd兼并马上就完成了，紧接此次行动后允许股票出售的第二次接管防御也被股东粉碎。

相关案例：Eramet公司

法国金属集团Eramet的例子突出了在混合政治和企业中少数股东产生的危险。

Eramet是法国一家金属集团。1994年法国政府将该公司私有化，但是国家持有控股的55%股票。而且，政府还担保，Eramet公司将在“独立于政府的控制和政治干预”下经营。

1997年2月，法国政府突然宣布，该公司不得不放弃在南太平洋岛国新卡里多尼亚的锡矿开采权，这次锡矿所有权的易手，主要是法国政府为了平息在那个地区新兴的民族独立运动。交易完成后，Eramet公司的股票整整低迷了两年，投资者的信心受到极大的打击。

法国政府对该公司的经营干预，终于使拥有该法国公司20%的国际投资者被激怒了，他们的资产（大约占到公司资产的25%）不仅得不到赔偿，而且有的还血本无归。他们的愤怒得到了Eramet公司总裁董事总长（PDG）Yves Rambaund的谅解，他称，其实他本人也是反对政府对公司的这种动作的。

世界上最大的养老金基金，美国的教师保险及年金协会(TIAA - CRFF)拥有该公司1.3%的股票，为此提交了不少于9种股东方案。其他机构投资者，如诚信基金（Fidelty）、Franklin Templeton、Mercury资产管理公司和资本国际公司也是该公司的其他大股东。

法国政府的换届采取了和上届政府相反的结果，即将上任的Josip政府宣布废除放弃锡矿权利的行动。新政府的总理向该公司PDG Rambaud保证，委派新卡里多尼亚国民党进入Eramet公司的董事会，并且组织一个负责寻找这个案子解决方案的委员会。

作为交换，公司大股东放弃持不同意见的提议。

这次交易最后尘埃落定，为Eramet公司带来了比以前更多的限制妥协的权利，同时又赔偿了投资者。有关该公司的股票报道跃上新闻报道的头版头条。

趋同吗?

在本章，我们看到全球公司的资本需求和全球范围的股东投资的能力，如何推动形成一种令人醒目的有关公司治理改革的对话。

但是，正如我们在本章开始提出的忠告那样，地方实践保持着强大的力量。任何公司都不喜欢让人（特别让外国股东！）告诉它要做什么，每个公司和市场都可以宣称它们的地方实践有多种发展的理由。此外，良好的公司治理牵涉到权贵们或者放弃哪种权力，或者对哪种权力负起责任，人类很少放弃权力的意愿或贪婪。

在这本书中，我们经常提到盎格鲁—撒克逊或美英治理实践。的确，这两个国家有着相似的投资市场，并且在治理问题上有许多共识。不过，如果仔细观察，我们发现在英国和美国的市场上，公司治理实践依然在某些基本问题上有着完全不同的格局。

董事会结构独立外部董事组成董事会多数成员，这在美国是一个普遍接受的真理；但在英国，这样的董事会结构却不多见。高管人员依然是英国公司董事会的主要力量，对此可以参见本书的相关案例“明镜集团”（Mirror Group）。美英两国在董事会结构上的这种差异源于对董事会该干什么的不同观点。认为董事会是监督高级管理层的说法在英国一直受到挑战。董事会被认为是一种负责推动公司发展的、真正的单一机构。因此，执行和非执行董事是约定的不同角色，监督职能位居次要地位。

董事长/首席执行官在英国，董事长和CEO的职位几乎总是分开的，这完全就是美国公司的反面。这方面的差别再次反映出两个国家的哲学不同。英国的董事长追求这样的品质——孤僻、睿智、谦虚、举止得体、冷静是英国价值观的集合；相比之下，美国人倾向于崇尚英雄——有形、有力、有权。美国的公司偏爱集董事长/CEO于一身，因为他们喜欢公司被一个单独的“超级指挥官”领导，就像棱角分明的雕塑人物。

高管报酬由于刚刚提到的相似的哲学原因，英国人对高薪很反感。薪水优厚的高管人员被称为“肥猫”，每笔横财期权所得都被媒体尽情报道。在美国，高管薪水达到一个增长缓慢的程度，一亿美元的财富不再稀有。与英国人不同的是，美国人总是相信成功人士应该富裕，现在成功的CEO的确变得非常非常富裕了。

接管防守美国公司充斥着“毒丸”和其他接管的阻碍措施，而所有这些防御措施在英国都是非法的。

如果这种基本面的差别在这种表象上相似的美国和英国市场上很明显的话，对各方面都表现不同的市场趋同而言，具有什么机会呢？银行支配的德国市场和家族企业的意大利模式之间又如何呢？集团支配的韩国市场和日本综合商社之间又如何呢？成熟市场和新兴市场之间的差别又如何呢？

一个国家的地方治理实践的什么方面可能变革？那些因素会证明是抵制这种变革的？

什么样的变革是投资者最可能反对的？

公司治理实践的趋同肯定是一种积极的发展态势吗？公司治理实践反映了更广泛的国

民特征或应该免于干预的社会模式吗?

注 释

① Will Hutton，英国产业学会的首席执行官，社会字节支持。产业学会，2000年2月，www.indsoc.co.uk。
② Jeffrey Brown，“从慢启动到无级加速”，金融时报调查报告——市场2000年，2000年1月11日。
③ 同②。
④ 同②。
⑤ Stephen Davis，“马来西亚和意大利：为Cadbury开发一种味道”，治理，1999年4/5月，67，第8页。
⑥ 原则可以从网址：www.oecd.org上查到。
⑦ 案例选自《全球代理监督》，国际公司治理和股东价值每周快讯，参见：www.davisglobal.com。
⑧ 参见：www.apecsec.org.sg。
⑨ 参见：www.sc.com.my。
⑩ 参见：www.gcgf.org。
⑪ “董事和公司治理：G7国家未来10年的趋势”，Russell Reynolds协会的研究报告，Price Waterhouse，Goldman Sachs，and Gibson，Dun and Crutcher，牛津分析师有限公司，牛津，英格兰，1992年9月。感谢牛津分析师同意我们复制本节内容。
⑫ Jonathan Watts，“美国公司廉价购买LTCB：日本的外国接管信号改革”，卫报，1999年9月29日。
⑬ “Boehringer动作可以设置趋势”，金融时报，2000年1月18日。
⑭ Paul Abrahams，“为什么日本需要侵略者?”金融时报，2000年1月7日。
⑮ 牛津分析家，同⑪。
⑯ 参见：www.corgov.de。
⑰ 金融时报，1998年7月30日。
⑱ 金融时报，1998年5月8日。
⑲ 金融时报来信，1998年11月10日。
⑳ Bertrand Benoit，“SAP期权计划得到投资者首肯”，金融时报，2000年1月19日。
㉑ 牛津分析家，同⑪、第96页。
㉒ “政府与企业1999：Vienot报告第2卷”Korn/Ferry国际公司，1999年10月。

第 6 章

案例研究：处于危机之中的公司

通用汽车（GM）

通用汽车与皮埃尔·杜邦

1915 年，杜邦公司的财务总监雅各布·J·拉斯科布说服皮埃尔杜邦认购刚刚上市的通用汽车公司（GM）2 000 股股票。若干年来，拉斯科布一直对汽车工业感兴趣，他认为二战结束之后，随着人们生活的安定，该产业必定会兴旺发达。

当时，通用汽车公司属于许多杂七杂八小公司的聚合体，这些公司包括别克、卡迪拉克、奥斯摩比汽车、奥克兰（后来成为庞蒂亚克）。因为 GM 的创始人——好幻想但又令人难于捉摸的威廉克拉普杜兰特收购了这些公司，它们才成为一个公司。杜兰特曾经是一位非常成功的车辆工程师，从 1904 年起他一直致力于购买小型汽车公司和零件制造厂。到了 1914 年，尽管被认为与势力强大的福特公司相比尚有很大差距，通用汽车公司成为美国第二大汽车制造商。

事实证明，皮埃尔·杜邦 2 000 股的个人投资大获丰收。截止到 1915 年 12 月，皮埃尔·杜邦以 82 美元买入的股票已经飙升到 558 美元。股价的上涨与其说是反映了通用汽车公司的发展，不如说战争刺激了工业的大规模发展。但是，股价的迅速上涨使得皮埃尔·杜邦完全确信汽车工业是一个非常有前途的行业。1915 年，皮埃尔·杜邦进入 GM 的董事会，并且非正式地成为董事会主席（按照惯例，我们把公司称为 DuPont，而把他本人称作 du Pont）。

实际上，GM 当时被动荡所困扰，管理不善使公司不断受到濒临破产的威胁。当时的人们认为杜兰特是一位非常了不起的天才，但不是一个成功的企业家。通用汽车公司总部仅仅由杜兰特、几个助手和少数秘书组成，所以杜兰特既没有时间也没有资源实施集中控制。此外，杜兰特的计划仅仅以日益增加的销售为基础，使之不断促进资金流通，这种做法导致只要经济上略有不景气他就无法支付工人的工资或供应商的钱款。1910 年，类似的经济衰退使得通用汽车公司濒临倒闭。就在这个时候，杜兰特的银行家们仅仅提供了 15 000 000 美元的贷款，就挽救了公司，这些银行家把控制公司作为抵押。1915 年，随着通用汽车公司股票价格再次暴涨，杜兰特开始从银行收回他的公司。到该年 4 月，杜兰特借助一系列草率达成的协议，已经有能

力购买通用汽车公司 50 %的股份。杜兰特声称他得到了杜邦的支持，而皮埃尔在《特拉华州报》读到这一声明时却感到惊讶。

皮埃尔·杜邦同意担任公司董事长，是因为他希望保护自己在公司中的投资。他在一边欣赏杜兰特的行动和想象力时，一边相信他的资金会有困难，而且还桀骜不驯。他希望施加某种严厉的财务控制，而且建立带有自己的皮埃尔·杜邦色彩的委员会。杜兰特却有另外的想法。他的确想得到皮埃尔·杜邦的资金支持，但不想什么都听他的。用企业史学家钱德勒的话说，杜兰特“没有任何与公司董事会合作的打算。他认为公司董事会纯粹只是他不得已而为之的一种摆设，不得不满足法律的要求。创立者再次得到这家公司，当然是要按自己的意愿去打点公司的。”①

杜兰特构思了一个 5 人董事会，3 人执行委员会，没有财务委员会。拉斯科比（Raskob）和杜邦对此制度安排都加以回绝，认为严格的财务控制是制止杜兰特肆意经营的唯一办法。他们坚持要组建一个大型董事会，下设执行委员会和财务委员会。但是没有强调杜兰特的责任说明。对此，钱德勒写到：“董事会本身的会议只在最短的时间内通知召集，而且通常是公司总裁通知，而不是董事长通知。”②结果造成杜邦和杜兰特两人之间的不断摩擦。皮埃尔要求每月向财务委员会呈交资产负债表，但经常是收不到这样的报告。他坚持雪佛兰公司并入通用汽车母公司，才能理顺两家公司所存在的财务纠纷，并建立出一个秩序井然的单一公司。杜兰特勉强接受皮埃尔的这种思想。

最后，皮埃尔在上述的关系中占据上风，因为他有资金。慢慢的，杜兰特开始依赖皮埃尔，希望拯救渴望现金的公司。在“一战”初期股票上涨以后，汽车股票就一落千丈，因为市场意识到人们不会为一时买车。1917 年后期，事态已经非常明显，通用汽车公司如果没有杜邦公司提供的唯一投资，是不可能生存的。

这时的杜邦非常富有，其名下的投资就有 9 000 万美元。在这些投资中，只有 4 000 万美元用于化工业，剩下的 5 000 万美元全部投在外面的项目上。杜邦是这样想的，拥有一种战后肯定要扩张的企业股票将是一本万利的事情。在和杜邦公司董事会长期协商后，公司在 1918 年 1 月买下了通用汽车公司 2 500 万美元的公众股票，相当于通用公司股票的 23.8 %。

这项交易的关键之处是用现金交易。杜邦获得公司的控制权。他坚持财务委员会的大多数成员要由杜邦公司的人组成，而且由 Raskob 任该委员会主席。杜邦的想法很明了，如果杜邦公司可以行使严厉的财务控制权，那么杜邦公司就可以负责经营。皮埃尔希望利用杜兰特的行动和想象力，但又要将其置于自己的严格控制监督之下。

但就在此时，通用汽车公司却在进行一项设计错误的扩张计划，公司打算垂直整合业务，收购一家大型供应商，戏剧性的增加通用公司的产能。公司还用大约 2 800 万美元买下了费歇尔车体公司，通用公司的员工人数也呈指数级上升。随着扩张的继续，就需要杜邦补充新的资金流。1919 年年底，杜邦公司将其在通用公司的投资增加到了 4 900 万美元，大约占通用公司股票的 28.7 %。

扩张战略并没有幸免于“一战”后经济衰退带来的灾难性打击。由于需求的急速下降进一步波及到美国千窗百孔的经济，福特汽车公司的价格直线下滑，也知道通用汽车公司正在经历艰难时期。福特公司得到了更大一块市场份额，从 1920 年的 40 %上升到 1921 年的 60 %。通

用公司的汽车市场份额则在同期从17%下降到12%。通用公司一直在获取递减市场上的递减市场份额。公司的销售额在1920年的夏季和冬季，已经1921年1月之间的三个季度中锐减，创下了在汽车生产的所有时期所有方面皆低迷的历史记录。

在衰退中进行扩张，结果是灾难性的。更遭的是，杜兰特一意孤行，所做的几乎是使通用公司股票全面崩盘的事情。从只有他自己才知道的筹资渠道借钱后，他买进处于熊市的通用股票。1920年11月，杜兰特的负债已经达到约3 800万美元，把通用公司带到了几乎破产的境地。

皮埃尔·杜邦面临一个选择。他可以抛弃遭遇麻烦的公司，切断他的投资损失，或者他可以坚持最初的信念，通用代表的是一种潜在的高成长公司，走向成功需假以时日。杜邦选择了后者，他把财务信用度带到了J·P·摩根公司，希望得到后者对通用公司的继续融资。同时，杜邦继续向通用注资，所持通用公司股票比例已经上升到36%。

恢复了公司的营运能力后，皮埃尔·杜邦再度使出大手笔，以保证通用公司今后不再遇到这样的问题。1921年12月，杜兰特被迫辞职，皮埃尔本人接替公司总裁职务。他提出重组通用，搞活公司，使杜邦公司的投资确保获利。1928年，当皮埃尔作为通用公司董事长退休时，公司已经超过了一度不可战胜的福特公司，成为全美国最大的汽车制造商。直到今天，通用汽车公司一直保持着这种不可思议的汽车市场地位。

杜邦在通用公司取得成功的部分原因，在于杜邦对阿尔佛雷德·斯隆（Alfred Sloan）管理天才的识别，后者直到第二次世界大战结束都还在通用公司任职。皮埃尔在公司总裁的职位上一直干到1923年，时间刚好长得公司足以确保通用具有稳健的财务基础，之后就移交给了斯隆。在这之前，斯隆负责对汽车款式的重新设计，相比之下，福特公司只有单一的T型车。

斯隆的领导方式还改变了通用经营模式，创造了多事业部结构，这种组织结构至今仍然是通用公司的特征表现。从20世纪20年代以来，通用汽车一直维系着五个汽车制造事业部：雪佛兰（Chevrolet）、蓬迪亚克（Pontiac）、老爷车（Oldmobile）、别克（Buick）以及卡迪拉克（Cadilac）。这五个事业部代表着完全不同的汽车及其不同的市场。通用公司的经营模式是斯隆称之为“价格金字塔”的层级，[3]卡迪拉克位于金字塔塔顶，定价最高，产量最低，塔的最下面是生产量最大的雪佛兰，但价格最低。设置这种价格金字塔的目的，如斯隆指出的，是想“为每种追求和每个目的消费群体制造汽车。”

皮埃尔·杜邦取得成功，还因为他绝不仅仅是一个盲目的投资者。例如，在1923年，杜邦拿出通用公司超过25%的股票，用于资助公司高层管理人员的股票购买计划。用斯隆的话说，杜邦致力于“在通用汽车公司管理层和公司之间建立一种伙伴关系。”可能正是因为杜邦和管理层之间的这种密切关系，导致反托拉斯管制人员的干预。1957年，最高法院强迫杜邦减持公司股票。法院没有发现杜邦违反法律的行为，他们只是做出了潜在的滥用权力的结论。

《哈佛商业评论》副主编威廉·泰勒（William Taylor）看出了杜邦介入通用公司的三种关键因素：

> 首先，投资的规模创造了一种实际上对双方都有利的赌注。如果杜兰特难以承担忽视25%所有者的意见的责任，那么杜邦也就不可能忽视其外部面临的最大问题。其次，是信用。杜邦并没有拥有福特公司的股票，或者任何通用公司竞争对手的股票，所以，通用公司可以为他提供值得信赖的计划和不担心被滥用或转到竞争对手手中的信息。最后，是专业知识。皮埃

尔·杜邦 1917 年担任通用公司财务委员会主席，1920 年他对公司的经营、人员以及战略盲点都有了清晰的了解，这些对绝大多数外来者而言是无形的软硬数据，但却是一个大企业为什么时好时坏的核心[④]。

第二位作者是哥伦比亚大学法学院的路易斯·洛文斯坦（Louis Lowenstein）。他是这样评论杜邦—通用汽车公司的关系如此不寻常的原因的。

杜邦在通用公司的势力是有目共睹的，但是他也有一种令人深刻的责任感。如果通用公司不成长和繁荣，那就没有任何利润可言……在唯一可感知的过程中，杜邦可遵循的是投入更多的资源……在“一战”后的艰苦岁月中，还有解散通用公司和收回杜邦投资的压力，现在对这种状况的说法是所谓“重组”，杜邦还能够扩张通用公司，部分原因在于公司有实施这种行动的必要资金，但更为重要的原因是，从一开始，杜邦公司对通用公司的投资决策就是深思熟虑的，因为这种投资非常重要。杜邦知道杜邦公司为什么要投资通用，既不是因为福特公司 1920 年制定的掠夺性定价而造成公司汽车产量的迅速下降，也不是因为通用公司管理层摇摆不定的信念。所以，不知何故初期的损失和后期的利润都没有掩盖两家公司清晰的界限。杜邦从来没有想过并购，但通用公司也从来没有成为杜邦投资组合在 25 年的倒退中首先要考虑的抛弃的部分[⑤]。

这两位评论人都把杜邦—通用的关系归结为一种“关系投资”模式，在这种模式中，资本的供给者和管理者一起实现他们共同的目标。洛文斯坦悲哀的评论到：“思考这样的问题令人精神振奋，那就是如果杜邦公司还是一如既往存在的话，通用公司是否会在 70 年代和 80 年代同样遭受挫折。”

通用汽车：出什么错了？

同战后时期

在令人眼花缭乱的战后美国工业成功的格局中，再没有比通用汽车公司更灿烂的星星了。该公司和福特和克莱斯勒一起，并称汽车业“三巨头”。通用在美国走向世界经济领导地位的特殊征途中独领风骚。美国中产阶级在规模的财富上不断发展壮大；高速公路网络拓宽了美国大陆，天然气价格持续保持低迷。美国人的驾驶之旅充满浪漫的情调。在这些令人喜悦的条件下，底特律的汽车制造商占据了北美市场的 90 %，而在美国销售的汽车中，近一半是通用公司生产的。

由于斯隆神话的缘故，通用汽车公司的组织目标是跟上人们购买汽车的步伐。年满 16 岁就可以拿到价廉物美的雪佛兰，成家又没有孩子的夫妇，就可以考虑购买品质更好的跑车蓬迪亚克；而当孩子来到这个世上的时候，他就可以考虑一辆更大的车来装载乘员，目标就可以是一辆老爷车；而当他年龄稍微大一点的时候，他的胃口就是优质、安全的别克车；而如果他上了年纪，又有钱，他就想开着一辆卡迪拉克，驰骋于这个国家的乡村俱乐部。换句话说，如果一个顾客买了一辆雪佛兰，而且又特别喜欢，那么他就被通用公司锁定了买车的生涯。

1952 年，通用公司的总裁查利·威尔逊向武装服役委员会作证：“国家的利益就是通用公

司的利益，通用公司的利益就是国家的利益。”他的陈述淋漓尽致地体现了这家美国最大公司的雄心壮志。的确，通用在 50 年代和 60 年代最大的问题是制止其市场占有率下降，避免联邦政府可能的反托拉斯诉讼。

通用公司的业界领导地位持续到了 70 年代。1972 年，通用公司是全球第 40 家大公司，但其股票市值仅为 220 亿美元，比它 20 年前少多了。市场份额直线下降到不足 35 %，单是 1992 年一年，通用公司在北美的核心业务就损失了 70 亿美元。

通用公司的衰退在 1991 年 12 月已成为显而易见的事情，当时的 CEO 罗伯特·斯坦佩尔（Robert Stempel ）宣布大规模裁员。6 个装配厂关门大吉，其他 15 家厂子紧随其后，在 1995 年相继关门。通用的裁员造成了总数多达 74 000 份工作的丧失，通用的劳动力只有 1985 年的一半。下岗员工仅仅恶化了通用公司和美国汽车工人（ UAW ）联合会已经证实的关系。

宣布这项通知的时候，通用的股票交易创 4 年来的最低点，股票市值大约是 1965 年的一半，虽然标准普尔在那个时期翻了 4 倍。

1992 年 10 月，通用公司董事会做出了自 1922 年以来从没有做过的事情。董事会迫使董事长和 CEO 斯坦佩尔辞职。这个自 1990 年 8 月才入主通用公司的人被赶下台的理由，就是在公司裁员、精练业务和改进效率的行动上过于迟缓。新一代的管理者走马上任，使命是修复通用公司。

20 年以后，通用公司从一个成功金牌公司走向了《财富》杂志称之为公司“恐龙”的怪物。出什么错了？

通用公司的历史是一个富于教育意义的故事，它阐述了成功如何孕育失败，大公司和最好的公司如何产生傲慢和无能适应变化。通用公司长期以来是世界上的大型汽车公司，以至于看不到变革的需求。公司是如此习惯于充当领导者，根本没有想过有朝一日自己可能是追随者的情况。正是这种思维倾向，这种目空一切的信念，使通用公司一个猛子成为世界上最成功的汽车制造公司，也同样使公司遭受长达 20 年的灾难。当通用最终看到适应的需求时，只能是以各方面都难以称职的形象出现了，20 世纪 80 年代公司斥资数十亿美元试图改变公司的状况，但收效甚微。

当我们评论通用在什么地方出错，又是什么原因的时候，要牢记我们的公司股东、董事和管理层的“三足”鼎立格向。

哪个群体负责观察管理层适应新的竞争环境？是上述三个群体吗？

或者是某个其他和通用公司的联系程度不太密切、而且对通用的“文化”也没多大兴趣的群体：供应商、顾客、雇员、政府？

假设上述群体没有一个对通用公司的失败感兴趣，而且假设公司的环境资源是竞争的，为什么会没有人（或至少没有人处在为通用公司做点什么的地步）关心通用公司的衰退趋势？

最后，为什么不可能有人领导站出来，在浪费数亿美元之前和丧失数以万计的工作机会之前，去化解这种危机？

通用公司并不是孤独的在失败之路上重新调整自己，以适应竞争环境的公司。福特公司在面对日本人的时候表现了大致相同的傲慢，遭受了同样沉重的打击；克莱斯勒公司仅仅是依靠联邦政府担保的数亿美元贷款，才幸免破产。不过，这两家小一些的公司却能够对各自的危机迅速采取行动。相比之下，通用汽车公司成了古老的拳击格言活生生的证明：体积越大，越容易倒下。

GM“文化”

通用公司是这样一个强大、居于支配地位的公司，无论是它的汽车还是它的品牌，都是美国制度的体现。麻烦是，公司的管理也像一种制度。公司高度规避风险，多年来对变革的态度都是行动迟缓、无休止的官僚作风以及藐视竞争。

通用公司希望员工表现出对公司组织不可动摇的忠诚，将他们的个性包容在这个汽车巨人的个性中。公司希望员工成为“团队成员”，意思是他们永远不要质疑决策，永远不要怀疑老板，永远遵守公司的行为规则。有位作者描述了一位通用公司的员工每天早上以每小时40英里的速度，为上司取报纸，说他忘了家务事，因为有一天他会被提拔，也会让其他人为自己做这样的事情[6]。另外一位作者则告诉了一个通用公司高管人员的故事。他要求早餐橘子汁保持在某个温度，所以每天他的下属就是用温度计检查杯子的温度[7]。风险和创造性不是通用公司字典中的词汇。公司一位资深管理人员在1988年发放的一份备忘录中这样说道：“我们的文化不主张坦诚和公开的争论。通用人员的级别和档案认为，管理层也不要收到坏消息。”[8] 汽车分析家和作家凯勒(Maryann Keller)引用一位通用公司高管人员对她说的话，“如果你提出问题，你得到的标签是‘消极’，而不是团队成员。如果你想在公司里晋升的话，你必须要保持沉默，对每件事都说‘对’。”Keller断言，通用公司长寿的指导原则是“最重要是对上级的安排保持绝对的忠诚。”[9] 这种文化和公司的决策过程是相吻合的。决策趋向于越来越高的等级森严的各种委员会，以至于什么事出了错，却没有一个人对此加以指责。行政命令由上到下，对观点几乎不进行过滤。正是这样的制度使得任何人都不对任何一种决策负责，当然也就没有人会有向他人呈报责任的义务了。那份1988年的备忘录指出，从1977年到1983年，每年只有不到100个支薪工人（来自10万名员工）因为工作表现不好被开除[10]。Keller指出，麦肯锡管理咨询公司在80年代做的一份研究中已经高度重视说明责任的问题。研究详细陈述了一位工程师在面临产品的某种缺陷时，居然不能简单地向生产者提供解决方案。相反，“你不得不做5 000次研究，证明它是良好的解决方案，然后你还要通过10个不同的委员会，获得它们的批准。”[11] 这种僵化的管理制度产生于这样一个事实，通用的工作中心是“创造数量”胜过“制造汽车”。这种情况又来自于公司财务部门的支配地位。

从1958年任命多纳（Frederick G. Donner）为董事长开始，通用公司的高层更替就一直在财务管理人员中进行——“善算之人”和“汽车小伙”形成对立。这样的意识是，工程师留在自己的设备上，要耗费不计其数的金钱才能得到最终的汽车，对财务人员来说，保持对工程师的监督非常重要。

财务部门的原则是，如果想法不能产生直接刺激生产的增长的话，任何想法都不值得提倡。50年代，通用公司不愿负担增加销售的开支，而这样做的目的将会激起联邦反托拉斯的愤怒。相反，通用寻求增加来自同样销售水平上的收入，方法是削减成本，提高每辆汽车的毛利率。

公司的英雄是那些能够削减汽车生产过程中每个美元的人。通用从来不追求宏伟、新奇的想法，因为根本没有这种必要。当已有的生产线占据美国汽车市场一半的市场份额时，还有必要去花费数百万美元去开放有可能卖不出去的一种汽车模式吗？当顾客完全就准备购买没有安全带的通用汽车的时候，提供有安全带的通用汽车又有什么用呢？正如一位观察家写到："对通用来说，容易得多的事情是增加20美元的镀铬器件或者是5美元的体育飘带，称车是一种"新款式"要比利用成本高昂的新技术机会容易得多，例如，防锁刹车，或多阀电子引擎这样的汽车生产新技术。"[12]

通用和质量

通用销售的汽车数量巨大，以至没有理由放慢生产线速度来改进汽车的质量，毕竟，经销是抱怨他们老是得不到足够的汽车，而不是抱怨发来的汽车有质量问题。压力再次朝向创造数量"和生产所需要的汽车数量。通用唯一的担心是，是否有能力生产足够的汽车来满足其广大的市场，所以汽车只受程式检查的影响。如果一个顾客买了辆废车，他就可以直接把送回厂里了事。

质量缺陷永远不会修理，因为坏消息永远在公司里不会走得太远。如果通用公司的汽车废品率过高的话，标准就会降低，这样更多的次车就能通过。凯勒访谈过一位领教过这种沉重的管理方式的卡车高管人员。60年代后期，他向执行委员会报告道，有的通用公司卡车的寿命仅仅只有一年的时间，而车体还是完好无损的。可见，可怜的是生产质量。会面之后，老板走近他，说："我们不想在管理会议上谈这类事情。"[13]这些因素结合在一起，就说明底特律继续年复一年地用同样的方式在制造同样的车。缺乏创新让人不可思议。这种状况没有逃离一些通用公司高级管理人员的注意力，尤其是德罗兰（John DeLoran）的注意力。

> 我关心的是，从1949年推出自动驾驶和动力方向盘技术以来，汽车业就没有过一种重要的产品创新了。汽车技术的冬眠几乎已有半个世纪之久了。在产品创新领域，汽车业还在继续着一个20年的狂欢节，即在某种新的和有用的幌子下，一般都提供同样的旧产品。本质上就没有任何新的东西可言[14]。

"第14楼"

通用公司的底特律总部在第14楼是通用公司的规模和领导者地位的生动例子。这里是高级管理人员区，通用公司最资深的官员的办公室都设在这里，他们几乎把他们全部的工作时间都耗费在通用公司。在带锁的两扇玻璃门后面，近处是执行官的私人电梯（电梯直通执行官的车库），而且靠近执行官的私人起居室，公司所有最重大的问题都在这里决定。

德罗兰在提拔到14楼不久就辞职了，他描述了他是如何发现自己被埋在文件中，被包围在无休止的委员会会议中，以及和汽车制造业相隔离的情况。他说有一次高管人员会议（经常是让第三个出席的人昏昏欲睡）讨论的是一个无关紧要的报酬问题。突然，董事长格斯腾泊（Richard C. Gerstemberg）大声发布了命令：

> "我们现在不能对这个问题做出决定……我认为我们应当组建一个特别调查组来调查这件事情，90到120天后再拿出一份报告。然后我们才能做决定。"随后，他抛出了他任命的特别

调查组成员名单。董事长这样发话后，全场出现了可怕的寂静。时间好像过了半天。整个房间的人都感到困惑不解，但没有人敢站出来问个为什么。最后，还是头发、胡子花白、不久将退休的华纳（ Harold G. Warner ），这位面相忠厚的执行副总裁打破了寂静，“迪克，这次会议的主题就是你以前任命的特别调查组的调查结果。你刚刚任命的新的特别调查组成员，绝大多数都在以前的调查组中。”[19]

通用公司的治理状况： 科维尔、纳德尔和“通用汽车运动”

最能总结说明通用公司出错的小插曲，莫过于建于 1959 年的雪佛兰系列科维尔车的故事了。甚至还在检测阶段，雪佛兰的工程师们就已经注意到了这种汽车存在着某些安全隐患，尤其是汽车在快速转弯情况下，有失去控制的可能。雪佛兰的总裁希望给这种车加一根稳定器杆，成本是每辆车 15 美元。他的请求被财务部驳回，财务部宣称，平衡杆是一种不必要的成本。科维尔后来迅速获得了汽车杀手的名声，但通用公司还不承认科维尔的质量缺陷，拒绝对该车进行质量改进，一如既往地推销这种危险的车型。在舆论界的压力下，通用公司斥资 100 万美元调查该种车型的安全问题。

通用公司对此受到尴尬的国会听证会的压力，听证会由参议员里比科夫（Abraham Ribicoff）和肯尼迪（Edward Kennedy）领导。董事长多纳（ Frederick Donner ）居然记不得通用公司多年来的收入情况，不得不让一个助手提供一份 17 亿美元的数字材料。Kennedy 说，如此巨大的利润份额只拿出区区 100 万美元用于安全问题，简直是令人费解的态度。

通用公司的主要复仇女神结果证明是一位年轻的顾客倡导者，名字叫纳德尔（ Ralph Nader ）。纳德尔在一本标题为《速度的危险》（ Unsafe at any speed ）的书中，披露了科维尔车的安全隐患，通用对他的观点不是商量，而是采取了攻击的办法。公司雇佣了一位私家侦探跟踪纳德尔，制造他们所能够制造的肮脏勾当。谣言到处在传这个顾客提倡者是一个同性恋者，而且歧视闪族人。最后，通用公司总裁罗切（ James Roche ）公开向纳德尔道歉，承认科维尔车的缺陷，并在 1964 年终于向这种车增加了平衡杆，但那时科维尔车的恶名已经覆水难收了。

但纳德尔并没有止步于通用汽车公司。1970 年，他和其他 3 位公众利益的律师一起，建立了“公司责任工程”（ Project on Corporate Responsibility ），以唤醒公众对公司行为的意识。通用公司是他们的第一个目标，不仅因为纳德尔有和通用公司打交道的经验，而且还因为通用公司是美国大型公众公司的缩影。

开始的时候，“通用汽车运动”希望纳德尔竞选公司董事，但纳德尔对这种要求婉言谢绝了。代之的行动是，“公司责任工程”向通用公司 1970 年的年度股东大会提交股东议案，要求 3 项改革：修改公司章程关于通用公司要和“公众健康、安全和福利”相一致的陈述；建立一个公司责任股东委员会；扩大董事会规模增选 3 位公众利益的代表。在 3 个星期的时间里，又增加了另外 6 项提议，内容涉及汽车安全、控制污染、质量传递和雇佣少数民族工人，但证券交易委员会最终从代理委托书中剔除了两项议案。这剩下的两项议案是有关股东委员会和增加董事会规模的问题，他们足以使 1970 年的股东大会成为耀眼的亮点。有3 000 人出席那年 5

月份的股东大会，那次会议结果表明，成了就通用公司对社会问题的承诺进行陈述的答辩会。虽然3项议案没有一项得到3%的投票表决，意味着通用公司不能在明年再提交这些议案，但通用公司的确在变革，以应对来自公众的压力。公司后来继续又建立了一个公共政策委员会和一个由科学家组成的特别委员会，负责调查公司对环境的影响。公司还任命了一位空气污染专家以及增补了第一个黑人董事。

最后，如“通用汽车运动”显示的那样，公司可以前进了。科维尔的灾难和公众的压力，足以逼迫通用公司做出一些最有象征性的姿态。但“通用汽车运动”发生在科维尔车推出11年后，纳德尔的书揭露通用汽车安全隐患7年后。在14楼那些一尘不染、保守的氛围中，要用这么长的时间才让公司看到了变革的需要。通用公司拒绝对国会调查负责，也拒绝对消费者倡导者负责，通用公司要看到对市场负责的需求可能还需要时间。在80年代，我们将会看到，这种思维倾向是导致通用走向衰退的关键因素。

汽车杂志记者和作者列文（Doron Levin）的评论一语中的，他是这样认识科维尔车这个插曲的：

公司没能意识到这次事件对公司的影响，以及公司对社会的责任和义务。相反，公司认为像纳德尔这样的激进行动是一种提醒公众敏感性的标志。通用公司很有信心，因为他是一个孤立的新手。通用公司坚持过时的想法，它强大得足以创造自己的社会和经济前景[16]。

新趋势：效率、质量、安全和日本人

在通用公司市场力量达到顶峰的50年代和60年代，美国人喜欢通用公司生产的宽大和华丽的汽车。动力至关重要，燃油效率则无关紧要。当日本人在60年代后期和70年代初期展示其小型、非汽油燃烧的汽车“该死的盒子”时，他们开始在底特律为人所知，而通用对其根本不予理睬。如果按照常理，北美有小汽车市场的话，通用公司早就已经置身这一市场的中心地位了。但情况却是，通用公司发誓继续呆在一直赚钱的生产线上，这就是那些大型、宽体、笨重的汽车，可以舒服地携带一家老小过上幸福奢侈的生活。

通用汽车公司因为在1970年缺乏远见可能被人遗忘。北美没有小型车的销售是完全正确的事实，那个时候日本人的竞争是非常恐怖的，生产的是设计落后、制造落后的汽车。但是，到了1980年，日本一直在生产大量的小型汽车，而美国人居然也一直在买这样的车。结果是通用公司的汽车市场份额年复一年地萎缩。就此认为可能有新市场还不仅仅是一种失败，而是不能适应当前发生在通用公司眼皮底下的市场变化。

回顾起来，我们可以看出70年代是美国汽车业改变方向的10年。三种因素的结合重新形成了竞争环境：

持续改进的日本车的质量和设计；

两次石油危机推动了汽油价格的攀升；

联邦管制要求更好的节能和安全标准。

当然，这些因素也是彼此相关的。正是石油危机唤醒了联邦政府对效率的需求，正是底特律汽车厂商对诸如质量和稳定性这些重要问题的暧昧态度，使得日本人在这一市场上有机可乘。

1973年，为了回应美国在Yom Kippur战争中支持以色列的态度，欧佩克（石油输出组织国）

国家一致同意对西方实行石油禁运。当美国和欧洲乱作一团，加快寻找在北海、阿拉斯加和墨西哥海湾地区的石油时，西方国家的领导人也在寻找再次遭到欧佩克惩罚的方式，一种解决方案就是少用石油。

1973 年的石油危机，或者当时称之的能源危机，对美国人绝对是一种警示。美国人早已经习惯了 30 美分买一加仑汽油。一夜之间，价格变成了 1 美元。人们不由自主地整天排起长队，采购几乎就像是随处可得的水那样的石油这种日常生活用品。突然之间，开车仅仅 10 英里一加仑的成本都难以承担了。对更小、更轻和更有效率的汽车的需求一下子显出光明。只有一个群体对这种状况做出反映，那就是日本人。

当 1973 年石油危机爆发时，日本汽车大约只占汽车市场 10 % 的份额，相比之下，美国汽车“三巨头”占据了 80 % 的市场份额。日本汽车厂商在 70 年代初期不厌其烦寻找，他们并不擅长设计车身或者引擎生产。此外，他们对汽车市场也知之甚少，生产的汽车无论在设计还是在颜色上都难以和美国的汽车相提并论。

但日本人的反馈能力是不可思议的迅速。觉察到广阔的小型车和廉价车的市场后，日本丰田和本田公司迅速投入生产。他们集中于质量、效率和可靠性这些有着广阔的市场份额作保的底特律厂商所忽略的问题。

日本的管理实践，相比于通用公司的科层制来说，是精益和高度灵活的。他们没有任何臃肿的摧残着底特律的委员会结构，没有任何僵化的层级，也没有任何棘手的劳工关系。结果是团结一致，更有效率的运作。早在 80 年代后期，通用公司的一项内部研究发现，日本人可以生产每辆成本比通用公司低 1 800 美元的汽车。

日本人不承受通用公司那种沉重的制度文化的压力。相反，日本人重视创新和顾客服务。生产者和设计者、劳工和管理层，结成团队工作，装配线只有最少的工人，所有的人都在想办法使工作更容易和产品更好的办法。同时，日本企业还向工人们保证终身雇佣他们，这就引发了他们对公司的忠诚，而公司又只对顾客保持忠诚。结果，质量被植于这样的制度中。在底特律，汽车从装配线上拉出来改正缺陷，或者被送到市场，根据是折扣消费者可以将他们再送回来。在日本，汽车都是一次性生产的。据一项调查显示，甚至在 1993 年，日本的汽车公司就在生产世界前 10 种质量上乘的车中的 9 种[12]。日本企业能够顺应消费者趋势，正是美国汽车三巨头焦头烂额的时候。由于美国人逐渐偏向小型车，日本企业就逐渐占据了市场。随着消费者日渐增加对质量和可靠性的追求，日本企业再次占据优势地位。即使在今天，日本汽车制造商仍然能够以比美国汽车同行快一年的速度向市场推出新车款。在 70 年代，这种情况意味着日本有能力在建造小型和效率车上独领风骚。

第二次石油危机爆发于 1979 年，伊朗的 Shah 被推翻的消息，仅仅是加快了日本人的侵略。到了 1980 年，日本人就把他们的汽车市场份额提高到了 20 %，比他们 1970 年的数据翻了一番。在不到 10 年的时间里，日本人在设计和造型方面都实现了量子式的跃迁，小型车市场远远超过了市场缝隙的分割范围。

但是通用公司在继续低估这种威胁。对此，凯勒评论道：“通用公司永远不理解他们的外国竞争者。他们认为这些外国竞争者是石油危机期间走运的机会主义者而已。”[13]在底特律继续忽略日本人的时候，他们也忽略了造就日本人取得成功的趋势。部分原因在于，问题出在联

邦政府那里。1973年的石油危机之后，联邦政府实施了着力于有关燃油效率、清洁空气和安全性的管制措施。底特律的汽车设计师们不自觉的发现，不得不尝试开发符合这些标准的汽车。而日本人早已经在效率的游戏中先拔头筹，此时正集中力量提高质量和顾客满意度。

三巨头对新的联邦管制的态度，是以种种托词回避管制。1975年，国会通过了公司平均燃油经济（CAFE）法，对美国汽车建立了日益紧迫的燃料效率标准。这项法律的目的是要到1985年，把汽车的平均耗油里程数提高一倍。该法律鼓励小型汽车，因为汽车生产商只受其舰队记录的平均数的限制，只要小型车可以构成差别，那么大型车可能的业绩标准就低于CAFE标准，随着国会将CAFE法的漏点一个接一个的补充完全，该法的约束力就越来越弱了。到了1986年，通用公司连续4年都没有达到标准，但是由于法律规定的降低里程的条件要求，或者同意新的测试方法使得通用公司记录更高的燃料效率，通用公司并不支付什么费用。1986年，纳德尔的公众公民消费者组织的律师告诉《华尔街杂志》："如果所有的（CAFE）法令设计是批准通用和福特公司想按照它们自己的方式去做的事情，那就没有任何必要去阐述这项法令。"[19]底特律还抵制改进安全标准的工作。1971年4月，白宫的监听装置（以水门事件而闻名）记载了福特公司的首席执行官李·艾科卡（Lee Iacocca）对尼克松说的话，联邦法律对空气袋的强制性要求将使美国汽车制造商损失大量资金。他告诉尼克松，空气袋对福特公司可能意味着每年40亿美元的成本，"而且您可以看到，安全实际上扼杀了我们的全部业务。"艾科卡的定位非常成功，尼克松果然推迟执行空气袋的联邦法律。

像空气袋这样的安全特性实际上是三巨头的一项竞争优势，他们在这项安全技术上领先日本。可他们没能预料到消费者对空气袋的需求日益增加，只是一味强调保护利润的极端重要性[20]。

底特律对待新的CAFE和安全标准的态度是，宣称相比于舒适和可靠性来说，效率和安全标准在消费者的优先权中无足轻重。厂家认为，他们可以提供效率更高的引擎和安全特性，但仅仅是买家提出这样的要求才行。正如我们将在对80年代重要的限制性进行的讨论中看到的那样，美国汽车三巨头对放弃这种自由市场的位置，行动迅速。

随着小型车变得日益普及，通用开始把一半的精力放在了竞争上面。1970年，公司推出了"进口的小家伙"Vega型车。这款车是一个柠檬，没能满足任何一项在设计、重量、长度或价格方面的预先要求，到达市场时，比德国大众公司的甲壳虫还要贵300美元，而且出现了各种各样的机械故障。该车的销售情况在第1年就被福特公司的同类车型Pinto超过，第2年在车厂外面激烈的罢工浪潮中，该车被取消了生产。通用还是没有从中找到感觉。高管人员们抵制改进Vega车的任何机会，他们相信，这种车的失败仅仅表明小型车市场是短命和不务正业的事情。

到了70年代后期，事情已经非常明朗化了，小型车已经站稳了脚跟，而此时通用公司仍然相信自己的领导地位。在一项重大的高成本决策中，公司计划离开重型、耗油的后轮驱动车，转向功率更高的前轮驱动车。由于1980年在主街的杰出表演，通用公司的一代"X型车"显示出通用公司的工程在汽车生产领域仍然还是最好的。

X型车是一场灾难。通用公司低估了从后轮驱动转向前轮驱动必需的重大变化，完全没有能够重新设计引擎和传送系统。结果是，X车得到了制造拙劣、可靠性差的不良名声。1981年，

通用公司又启动了J型车项目，这是另外一种车型，意思是送给日本人的包裹，通用公司总裁麦克唐纳（F. James McDonald）称这种J型车是一颗价值50亿美元的“滚动的色子”[1]。J型车同样碰到了像X型车削减成本那样的问题，车的引擎和传输设计都是直接照搬旧有的车型，因而显得极其不适宜。结果是，J型车和X型车一样，受到了汽车传媒和公众购买方的打压。确实，在1981到1982年期间，通用公司招回的车比生产的车还多[2]。X型车看起来还要糟糕，简直令人难以置信，通用公司居然到1985年才开始进行消费者市场调查。相比之下，日本人在汽车造型、玻璃喷漆的创造、以及汽车内部爽心悦目的修饰，都早已走在美国的前面。他们开发了像内部支架和气门释放这样的属性，这些事情取悦了作为“用户”的汽车驾驶人员，而底特律则仍然死守装饰性外壳，如镀一个铬条的线条[3]。

20世纪80年代

X型车的意义在于向这个世界揭示，通用汽车公司还是汽车工程的领导者，但是他们仅仅揭示了这个汽车制造商是如何被淘汰的事实。1980年，通用公司亏损7亿美元，这是自1921年以来公司出现的首次亏损，汽车销售量下降了26%，但通用的问题被威胁着福特和克莱斯勒的危机所掩盖了。

1979年，福特公司创下了亏损15亿美元的记录，紧接着在后来的两年中持续亏损，总计亏损额达到了17.5亿美元。这一赤字的数量足以让福特公司破产了。1979年是一个对克莱斯勒来说更加糟糕的年头。艾科卡作为公司新的CEO，到华盛顿告诉联邦政府，称如果没有一项巨额的贷款担保，克莱斯勒公司将被迫裁掉一万多个工作岗位。第2年，也就是1980年，政府批准了对克莱斯勒公司15亿美元的贷款担保。这笔贷款掩盖了克莱斯勒17亿美元的亏损，得以使这家汽车公司苟延残踹。

并不只有克莱斯勒得到了政府的援助。底特律的三大巨头联手游说避免遭受日本人的竞争。换句话说，底特律寻找的是回避在美国的日本汽车制造商，而不是和这些日本厂商展开竞争。

1981年，经过和UAW以及联邦政府数月的谈判之后，日本主动同意限制每年运往美国的汽车数量。第1年的限制额制定在168万辆，极大地降低了日本人的威胁。底特律自身还就生存的空间进行谈判。的确，没有竞争的市场使得三巨头享有几年以后创记录的利润，这是一个千载难逢的利用汽车市场，对照日本的水平改进效率和质量，和日本展开全面公平竞争的机会。可惜这来之不易的机会证明无足轻重，特别对通用公司来说。

福特和克莱斯勒在破产边缘上如履薄冰的状况，迫使它们反思。显然，它们不能在像从前那样打点公司了。这个世界前进了，如果它们还想继续活下去的话，那它们也必须动起来。因此，这两家汽车制造商在后来的10年间展示了某种勇猛的发展势头：克莱斯勒重新设计了可转换工艺，并且生产了小型客货两用车；福特公司在采取了新的空气动力学设计。由于这样的原因，福特和克莱斯勒两家公司度过了80年代。两家公司都在10年间积累了许多教训，但两者都比它们在10年前居于更加有利的竞争位置了。

包围底特律汽车同行的、相同的财政危机却没有推动通用公司走向变革求生。1980年，通用公司仍然是财大气粗的公司，受到规模和财务稳健的保护。通用不是没有受到在福特和克莱斯勒公司发生的变革的影响，它也看到了提高和竞争的需要。1981年，通用任命了新的董

事长的CEO，他们决定把通用带入21世纪，这个人就是史密斯（Roger Bonham Smith）。

史密斯时代

史密斯具有一种强烈的认识通用公司未来的洞察力。他认为汽车不仅仅是一种机械装置，而是一种电子机械装置。在这种装置中，面板上的计算机和电路，与实际引擎同样重要。他认为汽车的制造要在“轻便”的工厂中进行，在这样的工厂里，只有监视机器手和计算机这样的雇员。史密斯还设想了这样一个世界，其中高技术抹平了购买一辆汽车的流程。消费者抽出订单——玻璃着色、自动驾驶、蓝色和动力窗，交给经销商，他们把这些特别的要求输入电脑。信息然后传递到工厂的机器手那里，他们对每辆车都可以顾客化制造。消费者不再被迫在竞争的车型之间做出选择，因为每辆车都是量身定制的。

很显然，史密斯考虑的是非常长远的事情。他预见到了汽车业走向21世纪的形态。但注定是他要把通用公司放在通向未来的快车道上，阻止日本人利用他们在微电子上的先进经验垄断汽车市场，正向他们垄断消费品电子市场那样。用铸铁般的资产负债表和现金堆积，史密斯注定要把通用公司重新打造成为世界上最强大的汽车制造商。

在后来的10年中，通用公司花费在自身重组方面的资金接近900亿美元。和绝大多数账目相比，这批资金无疑于打水飘了。通用公司在整个80年代都在丧失市场份额，成了一家高成本、无效率的生产商。公司持续的衰退为1991年公司大规模的裁员，以及1992年斯坦普尔的下台奠定了基础。

为什么80年代证明是通用公司的灾难年代？考察史密斯的战略可以揭示三个方面的主题：

1. 改变通用的科层组织结构；
2. 购买先进技术；
3. 设法向公司注入创新精神。

组织变革

首席执行官史密斯敏锐地意识到了通用的臃肿、懒散的组织方式。他知道，通用必须要变得更瘦和更平坦，如果通用还指望竞争求生的话。1984年，史密斯开始完全重组过时的通用公司的组织结构。

整个60年代中，因为财务部门人员不断增加的对分离的事业部的控制，通用变得更加集权。斯隆“集权决策，分权管理”的原则被14楼的要求侵蚀得体无完肤。这个问题在70年代被联邦政府的效率和安全性管制措施集中体现出来，联邦政府的管制限制了设计的可能性。

同样，所有的车体都是由同一个单一的事业部制造的，即费歇尔车体事业部，而车辆装配又是由另外一个事业部，即通用装配事业部完成。这两个事业部都有能力对雪佛兰和蓬迪亚克等车型的工程师和设计人员施加影响。结果是，斯隆的五个半自治事业部制度成为一种时代错误。问题的程度在70年代表现特别明显，那时通用公司正在实验“徽章工程”。在这种工程下，事业部分享尽可能多的零部件，以便使成本降下来，同时小的造型方面的改动意味着要判别是哪一种具体的车型，是蓬迪亚克还是老爷车什么的。“徽章工程”不是一个成功的项目，因为它使得汽车看起来都差不多。

不过，虽然通用公司变得日益集权，可每个事业部保持自己特有的设计和市场营销运作，这样一来，通用公司内部的资源是不断重复。公司的组织方式每每出现错误，几个设计中心拿出来的是一组小型车。

史密斯希望实现两个目标：把职权下放给生产事业部，精炼公司资源，这样每个事业部就不会彼此重复。

史密斯把通用公司重新组织为两个集团。雪佛兰—蓬迪亚克—加拿大集团（ CPC ）负责设计、生产和经销小型车。别克—老爷车—卡迪拉克集团（ BOC ）负责大型车。重组消除了两个完整的事业部——费歇尔车体事业部和通用装配事业部，这次行动相应就削减了数以千计的工作岗位，但也创造了同样数目的岗位。正是这种人员的大调整，改变了人员汇报的结构，重新调整了沟通的渠道。重组在理论上是一个好办法，但在实际生活中，它引起了混乱。《财富》这样认为通用公司的重组，“振荡冻结了通用公司 18 个月的发展速度。”[29]问题是，在摒弃旧的组织结构时，新的组织结构还没有完全到位。结果是一个没有人知道谁对谁负责的组织。供应商抱怨他们永远都找不对代表，或者从来不知道他们什么时候会变换工作。在这种混乱状态中，诞生了新一代的管理层，竭尽全力，试图走出困境。的确，CPC 在这次组织重组中又挫伤了另外大约 8 000 人的就业自尊心。

1985 年，CPC 年均生产汽车 350 万辆，大约和日本丰田公司的产量持平。但 CPC 雇佣了 16 万名工人，而相比之下，丰田只有 6 万工人。

通用公司变得更加无效率，造就雇佣更多的人。1983 年，通用公司的工人总数是 69.1 万。到了 1985 年，这一数字攀升到了 81.1 万。

困惑造成了通用基础制造方面的混乱。在一个极端的荒谬的例子中，雪佛兰生产卡迪拉克的效率居然更高，而别克装配蓬迪拉克的情况也是如此。一位通用公司的观察家告诉《财富》杂志，通用开始生产 17 种点火装置是在三巨头有足够势力的情况下进行的，用了 40 种不同的催化转换器，而不是 4 种[30]。甚至到了 1992 年后期，通用都还在生产不下 10 种各种各样的挡风夹洗液瓶的瓶帽[31]！史密斯的重组似乎完全产生了负面效应。没有赶上日本人的精益和效率的梦想不说，重组计划倒使得通用公司陷入更加混乱和沉重的状态。

GM — 10

重组的失败在史密斯的其他大动作中最能看得清楚，这就是“通用— 10 ”计划。一位学者称该计划是“美国最大的工业史灾难。”[32]

通用— 10 计划的目的，像 1984 年的组织重组一样，是想提炼五个事业部的资源，创造一种和谐、不重复的汽车产品线。从 1982 年起，通用公司开始淘汰雪佛兰、蓬迪亚克、老爷车和别克生产的现有全部中型汽车。根据 GM — 10 的原计划，每个事业部将生产一种双座轿车、私家轿车和旅行车。计划要求 7 家工厂每家装配 25 万辆新车，这个数字占美国汽车市场的 21 %，比福特公司的市场份额大多了。根据《财富》的说法，“将是有史以来最大的新款车计划。通用公司最终表述的是它利用其巨大规模经济的能力。但是，通用公司没有将其成功运行起来。世界上最大的公司遭到扼杀。”[33] 1984 年的重组对通用— 10 的管理起了一种破坏作用：开展项目的人员被调离，责任转移或者无人负责；负责通用— 10 的项目管理人员被接

任者取代，对项目的责任权转到了CPC那里；最后，也是最让人难堪的，是通用公司被迫改变通用—10车款的造型，以便看起来不像是仿造福特公司在1986年推出的“金牛”车型[32]。由于通用—10遭受的一次又一次的挫折，通用公司不得已退出了这项开展计划的宏伟之举。首先，通用缩小了项目范围，放弃了旅行车，把工厂的数量从7个削减到4个。随后，通用发现，它难以承担同时生产全部通用—10计划的汽车款式，所以它两年后向市场推出的是双门，以前是四门。但甚至在这样的时候，通用公司的想法还在错打如意算盘。婴儿高峰期出生的人在1980年渴望双座轿车，现在却需要家庭型轿车了。例如，福特公司从来就没有推出过双门的金牛车，但在1988年，通用却在推出四种品牌的新的双门轿车[33]。1990年，在通用—10计划发起8年后，最后的车型还出现在车展上。那简直是一场灾难。1989年，通用每生产的一部通用—10车上就亏损2 000多美元。1979年，老爷车的其中一款销售了51.8万辆，而根据通用—10计划，该车将被替代。12年后的1991年，这种通用—10款式的老爷车销量只有8.75万辆[34]。当《财富》杂志问通用公司为什么通用—10是这样一种灾难的时候，史密斯的回答是：“我不知道。那是一件神秘的东西。”[35]

外形相似

其他的失误还体现在生产问题中。为了统一五种事业部各自为政的状况，通用公司竭力创造一种公司“形象”，以使消费者能够一眼就识别出通用公司生产的车。通用利用这项计划走得也太远了，创造出了看上去都一样的汽车。通用把它的豪华车型回复到它们看起来不再和廉价车型有差别的外型，从而9 000美元的蓬迪亚克最后和2.5万美元的卡迪拉克外观上相差无几。

最后的结果对通用豪华车终端市场是灾难性的打击，而传统上豪华车是公司最好的盈利水平业务。通用试图想做些装饰上的修改，例如对卡迪拉克车型增加一块三英寸的防护板，以便看起来这种车型更长一些。具有讽刺意义的是，这些根本无济于事。通用公司被挤到了大型车的角落。的确，在整个70年代期间，表面上看是只有通用的车，但现在公司已经不似当年了。

购买新技术

如果史密斯有一种展示其董事长职位威严的性格特征的话，那就是他对技术的热爱。对史密斯来说，通用的未来埋伏在高技术中，他认定通用是技术进步的领导者。在他担任CEO 10年时间中，史密斯将大约500亿美元投入技术项目上。正如通用高级工程负责人艾顿（Bob Eaton）指出的那样：“当你告诉史密斯有关新技术的情况时，他会非常激动并且询问‘我在什么地方能见到这样的技术’”[36]。

通用在80年代的高技术项目清单非常长，下面择取一些：

- 史密斯任董事长时，通用有300只机械手。史密斯发誓在1994年要把这一数字提高到14 000只[37]。为了实现这个诺言，史密斯在1981年和日本机械手制造公司组建了一家合资企业“富士通—Fanuc”。通用富士通机械手公司负责为美国市场制造机械手，产量的70%是满足通用公司的需求。通过这家合资企业，通用公司成为世界上最大的机器人制造商。
- 底特律还把资金投入收购三流的欧洲汽车制造商的浪潮中。通用斥资2 000万美元买下

莲花公司（ Lotus ）48 %的股份， 以 6 亿美元买下了瑞典 Saab 公司的一半股份。这样做的目标是，通用能够利用这些公司先进的工程技术。

• 1983 年，史密斯发起了“ 面向未来的土星汽车 ”计划。该计划旨在重新设计通用公司制造中小型汽车的方式。土星汽车将在新的工厂建造，应用的是最先进的技术和最富有效率的管理实践，只能在汽车展厅才能买到。质量是这种车型的看家本领。土星车希望实现通用也可以生产出和日本车一种好的小汽车的诺言。

• 史密斯还将资金用于直接学习日本人的方面。 1983 年，他组建了新式联合汽车制造有限公司（ NUMMI ），这是一家和日本丰田公司合资的企业。该企业建在通用公司在加利福尼亚 Fremont 的闲置工厂中，用美国的工人和日本的管理开始生产雪佛兰的 Novas 车。

• 1985 年，通用拿出 52 亿美元，购买一家航天制造商息金斯（ Hughes ）飞机公司。史密斯希望这家公司的太空时代的工程能够激活各种通用汽车的生产。

• 1984 年，通用耗资 20.55 亿美元买下电子数据系统公司（EDS）。这家由皮诺特 （Ross Perot）创建的德州康采恩被通用整体收购， 但在通用公司内部保持独立运作，以单独的通用公司的“ E ”股票进行交易。史密斯希望电子数据系统公司能加快通用公司对大宗数据的处理加工，把通用带到信息技术的前沿领域。收购 EDS 使通用成为世界上最大的数据处理公司。

史密斯还不只追求高技术。通用公司买入了两家大型抵押贷款公司，一夜之间通用就成为了美国最大的家庭抵押贷款公司的所有者。

史密斯的计划是要利用技术使通用对市场缝隙做出反应。不用“ 让每种追求、每种目的都有汽车 ”的遍地开花战略，史密斯计划让通用覆盖所在的市场缝隙。当消费者的购买趋势发生变化时，通用公司将能够做出反应，把好车迅速带到市场。

高技术的梦想从来也没有实现，史密斯对“ 市场缝隙 ”的“ 快速反应 ”也没有出现。通用仍然还是一家大公司，规模经济只有在车的销售量大幅增长的情况下才能出现。通用需要销售 10 万多辆新车才能获得市场利润，而日本人只需销售 4 万辆或者更少就能赚钱。

通用也没有加快它的汽车生产时间。C 型车在 1984 年秋季车展中亮相，但在 1985 年 12 月才正式进入市场，其他车型也难以满足目标市场需求。一个很好的例子是蓬迪亚克的 Fiero 型车。这是一款流线型的双门跑车，主要定位于年轻女性。通用细分出这个市场，并在这一市场上占据了支配地位， 1984 年和 1985 年销售了 10 万辆这种车。受到最初的成功的鼓舞，通用继续生产和销售这种车，就好像没有明天似的——没有竞争的威胁。后来出现了两个竞争者，通用连对付任何一个竞争者的准备都没有。例如，在这种车的开发期间，为了降低成本，通用消除了动力方向盘。但结果表明，动力方向盘是女性车的一个普遍性能，因为这种方向盘使车的停靠方便多了。日本人利用了女性司机的这种偏好，通用则没有。丰田运往美国的 MR － 2 型车都装有后转弯的动力方向盘，吃到了 Fiero 型车的市场蛋糕。当 Fiero 型车的销售萎缩时，通用才发现，它已经难以在市场中竞争获胜了。 MR － 2 和日本马自达公司的 Miata 车至今还在销售，不像通用的 Fiero 车， 1988 年就从市场上消失了。

通用公司发现，新技术创造的问题比解决的问题还多。这方面的典型是那些经历了密西安州 Hamtranck 工厂的工人。该工厂在开工的 1985 年到 1986 年期间，成本是 6 亿美元，本来成为通用称霸新的制造世界的陈列窗。 Hamtranck 夸海口说在生产线上有近 2 000 名计算机操作员，

工厂开工前需要 400 名工人接受一年的培训。列文谈了他在这个工厂刚刚开始经营阶段所经历的艰苦生活情形:

> 通用的工程师们一直都有分拆几百种先进机器和激光制导设备的恶习。车体机械手刚刚焊接好金属缝,新型的喷漆机械手就开始喷洒另外一种颜料……如果通用试图导入一种或两种耀眼的自动操作项目,而不是几十种的话(Hamtranck)工厂会平稳地打开大门。在截止期限的压力下,是不胜任这类工作的[5]。

尽管有了先进技术, Hamtranck 工厂却从来没有实现过 50 %的生产能力。《华尔街杂志》1986 年的评论是,“该厂看起来与其说是一个模板厂,不如说更像一个垃圾场。”而仅仅在相隔该厂 25 英里的地方,日本的马自达公司建造的一座工厂,成本却只有 Hamtranck 厂的1/4 。用 1 500 名工人,马自达工厂生产的汽车不仅数量和 Hamtranck 一样多,而且质量更好。

技术改进的结果没有判断出它们的巨大成本。在 1986 年公司的管理层会议报告中,高级财务副总裁阿兰·史密斯(F. Alan Smith)指出,通用公司在 1986 年至 1989 年期间的项目支出为 347 亿美元。他称,这个总数相当于日本汽车企业尼桑公司和丰田公司的市场价值之总和。理论上说,通用公司可以买下两家公司,将公司的世界市场份额增加到 40 %。问题是,用于购买日本公司以增加那种销售增长的 340 亿美元是些什么东西呢?

恶化的结果:

现实的情况是,随着支出的日益增加,通用的竞争力日益下降。阿兰·史密斯的报告指出了可怕的数字。 1983 年,通用公司在汽车经营的市场游戏中获得了最高的经营毛利,销售收入比福特和克莱斯勒公司都要高 2 个百分点。到了 1985 年,那两家公司的效率却高出通用 3 个百分点[6]。在后来同样的两年时期中,通用的销售增加了 22 %,虽然收入下降了 35 %,而在 1980 年,通用可以生产出每辆成本要比福特或克莱斯勒低 300 美元的汽车,到到了 1986 年,通用的汽车生产成本却比两者高出 300 美元[7]。

通用靠其他措施拖延同城的竞争对手。

- 1985 年,通用的毛利率是 4.1 %,相比于克莱斯勒的 7.7 %。
- 通用在 1983 到 1985 年期间的投资回报率是 16.2 %, 而同期福特和克莱斯勒的投资回报率是 22.9 %。
- 根据通用的估算, 公司需要花费平均 35 个小时才能装配好一部通用— 10 型车,而对福特的工人来说,装配好一部金牛车,平均时间是 18 小时[8]。
- 1985 年,通用创下了每个员工生产 12 部车的记录,而福特和克莱斯勒的同比记录是18 辆。
- 1986 年,通用公司实现年收益 1 000 亿美元。但在当年,公司的收入低于规模较小的竞争对手福特公司。
- 1986 年,在出现创记录的汽车销售的增长型经济中,通用却在赔钱。

市场份额持续低迷、下滑:从 1984 年的 44.6 %到 1985 年的 42.7 %,再到 1986 年的 41.2%。

每次亏损的百分比都代表着年收益损失10亿美元，失去6 000份通用和供应商的工作岗位。

1986年，克莱斯勒公司克莱斯勒摩托车部的董事长告诉《华尔街杂志》，“有这么一天，大猩猩说‘跳起来’，你就跳起来的时候，因为通用是定价领袖和造型设计的领袖。他们已经失去了这一切。他们不是低成本生产商。这个行业不再是他们说了算的事情。”[39]通用公司说，欠佳的经营结果估计是公司重组的产物，估计很快会恢复过来。1987年，可能再不会有这样省心的事情了。

市场份额直线下降5个百分点，达到36.6%。

但是老爷车的销售，在1987年就比前年大约减少了40万辆。

刹车来自综合出现的问题：

• 通用公司的成本仍然很高。1985年，通用的的S型车生产成本是同类型日本铃木车的两倍。

• 在1981年到1982年期间购买通用车，而且又对X型车的质量和可靠性感到失望的人，下次是不会再到通用公司来买车了。

• 通用公司日益萎缩的卡迪拉克和“外形相似”问题对高端事业部产生了危害。

• 通用公司的小型A型车在汽油价格再次掉头向下的1985年推入市场，搞活了大型轿车。通用继续销售老式车款，损害了新车的销售，直接引起了消费者的混乱。

• 通用在造型设计上也落后于竞争对手。1985年福特的金牛车革命性的实现了“太空”外型车的销售，甚至通用在当时仍然在生产盒子式的、四方型的汽车。与此同时，克莱斯勒在小型轿车市场取得了明显的领先地位。

• 史密斯想通用开发汽车的周期更短，但实际上是匆忙把新款车投放市场，难以集中于质量。通用在80年代生产的绝大多数车型都不如它们后来的替代车型。

• 通用仍然保持着服务美国市场50%的生产能力，尽管事实是它的市场份额不足40%，而且还在下滑。结果是，通用担心经营的产能不足，6个汽车生产厂只有不到一半的工厂能够开工。经营汽车厂的固定成本，只要开工不足，则数额巨大。

• 通用在过去以其他方式裹足不前，1986年的《华尔街杂志》曾有专门报道。那篇文章讨论了通用俄亥俄州50年历史的工厂，每天汽车刹车19 000件，为通用车型中从雪佛兰到卡迪拉克提供零部件。这家工厂的典型特征是曾经使通用成为世界上最强大的公司规模一体化。但是在1986年，通用自我生产汽车刹车的成本，居然比在通用之外的供应商那里购买刹车的成本还要高15%。福特和克莱斯勒相比而言，是从远在巴西的供应商那里购买刹车的，结果却是节约了钱。[40]

土星汽车

和史密斯的其他项目一样，土星汽车也是充满抱负的一项计划。土星必须一年销售达到50万辆，才会出现长期盈利。那等于说必须达到日本的尼桑车每年在美国市场上的销售数量。《华尔街杂志》一篇文章解释了土星车的雄心如何受挫的情况：

> 土星的一切都是新的：车、生产厂、工人、经销商网络和制造流程。不仅是丰田公司，可

能世界上任何一位最佳的汽车制造商，要想在一个单独的项目中解决两个以上的这类问题，都是非常困难事情[41]。

开展这种活动的广大范围意味着，通用公司没有能力轻易地完成这样的计划。此外，计划还达不到敲山震虎——威胁竞争对手日本本田公司的效果[42]。

- 本田的美国工厂成本是6亿美元，雇佣员工3 000人，1年生产汽车30万辆。
- 通用公司的新车土星工厂成本是50亿美元，雇佣员工6 000人，预计1年最多生产汽车50万辆[43]。

土星计划1990年秋天拉开帷幕，投入了1亿美元闪电式的广告和宣传。开始的几个月证明离好兆头还远……

- 通用希望土星在推出的第1年要销售15万辆。在生产的头9个月，土星生产了24 000辆，销售了15 000辆。
- 项目开始6个月后，土星的运转速度只有一半，只销售了一半的生产数量。一位管理人员对《华尔街杂志》说，工厂开足马力生产汽车的时候可能只有几个小时，“然后我们就碰到了麻烦。”[44]
- 尽管工厂的重点是车的质量，土星事业部还是没有实现这一目标。在土星面世的第一个月中，大约有30％～40％的汽车塑料面板因为质量缺陷，被退回厂家[45]。

虽然有这些小故障，土星车还是受到买家的追捧，唯一的问题是这样的买家真是太少太少。土星面世正是美国遭遇经济衰退的时候，因此，处于消费者对新产品的面世不感兴趣的阶段。土星还证明是一种自相残杀的行动计划，因为41％的土星车所有者都已经拥有了一辆通用的汽车。

日本卷土重来

正如通用一直在进行可怕的自身重组的无效活动一样，日本人也一直在试图重返竞争的舞台。任何认为进口限制将长期置日本汽车企业于竞争之外的说法都是大错特错的。

日本采纳了两种长期战略。首先，通过在美国大陆设立工厂而不是从日本把车装到美国，绕开美国设置的进口限制政策。在这方面，自愿限制帮助了美国：本田、丰田和尼桑投资数亿美元，创造了数以万计的工作机会，但这些却帮不了底特律的忙。日本人在三大巨头的后院，和他们展开甚至比从前更加直接的竞争。

- 1980年，本田宣布在俄亥俄开设第一家美国装配线工厂。
- 1986年，丰田在肯塔基开设一家工厂。
- 1989年，本田开设第二家工厂，大发和铃木宣布，他们也要在美国开设业务。

到了1990年，日本人在美国的汽车生产厂已经达到了8个。投资获得了成功。到1992年，日本就将在美国大陆装配140万辆汽车和卡车。他们的生产线还包括3种销售最好的车型中的两种，在前12种最好的车中占据了5种。相比之下，通用只生产第五种畅销车，在前12种车排名中只占据4种。

第二种长期战略是，日本人将目标所定在豪华车市场。因为他们在许多可以出口的汽车项

目上受到限制，对他们来说，显然只有出口高价格的每辆车才会有更多利润空间的汽车。所以，1986年Acura面世，1989年凌志和无际面世。1992年，这三个事业部销售了价值35亿美元的汽车。而赚得这些钱部分原因在于欧洲著名豪华车生产商的失败，它们包括梅塞德茨、沃尔沃、宝马和Jaguar公司，此外还沉重地削弱了通用卡迪拉克的业绩。

通用公司发现，它不仅仅是已经在小型车市场上出局了，而且在昂贵、高档次的汽车市场上也面临出局的威胁。通用在豪华车市场上占据支配地位，卡迪拉克在1992年前10种豪华畅销车中分别位居第1、第4和第7名，而日本人只是偶尔出现在第3名和第6名。日本没有支配大型车市场，正如它在小型车市场那样，但它们在通用曾经拥有的市场上，是非常厉害的竞争对手。所有这些都应归功于通用公司一直下滑的市场份额。

因此，使日本变成更加厉害的竞争对手的原因，不是技术，而是优良的、参与式管理方式。

- 日本汽车厂商的管理层次是5，而通用的管理层次却是14。
- NUMMI的运转，靠的是日本的管理人员和通用公司的员工，生产的是低成本、优质的通用汽车。日元和美元的汇率使得日本投资更少，但回报更多。
- 通用对自己的质量审计发现，本田和尼桑在美国南部的工厂出产的汽车质量缺陷，只有通用生产的汽车的1/5[49]。换句话说，日本车和美国车的质量差别不是劳动工人的原因。日本汽车可以在美国打击美国汽车。

日本车的成功部分受到了美国汽车厂商的鼓舞。自愿限制协议迫使日本把每辆汽车的价格提高2 000美元。对底特律来说，这本来是完好的利用已有的价格优势，重新收获市场份额的机会。但是，三巨头却是各自为阵，纷纷提高自己的价格，造成短期利润增加。自愿限制协议只是提高了消费者购买汽车的成本，对恢复美国竞争力根本无济于事。

劳工关系

劳工关系在通用公司从来就没有好过，这可以追溯到30年代在密西根弗林特（Flint）爆发的激烈罢工。但甚至当日本人显示出创建一种友好的工作环境方式的时候，通用公司管理层和劳工之间的关系还是在进一步恶化。

由于看到了削减成本的需要，通用公司在1982年和UAW签订了一份新的合同。管理层重视用“共担损失”来度过难关，从工会那里榨取了25亿美元的妥协费，形式是冻结生活调整成本（COLA）。也就在同一天，通用的代理委托书邮寄给股东们。其中一项考虑的议题，就是新的分红计划，向600名高级管理人员奖励500万股股票。迫于随后引发的暴风骤雨般的媒体批评，史密斯削减了自己的工资，其他有资格分红的高级经理一个月也削减了135美元，这一数字是UWA同意接受的数字。百万富翁罗吉尔·史密斯（他的基础工资去年增加了18.8%），而让每小时12美元的机械师也接受同样的称为“共担损失”的工资削减，当然是不可思议的。史密斯最终只能惹火烧身。

为了更好地改善和UAW的关系，通用开始实施了一项针对蓝领工人的利润分享计划。1985年，通用的工人得到384美元作为这份计划的一种体现，但在同样的行动中，福特公司的工人得到的工资是1 200美元。

罗吉尔·史密斯把劳工的反对看作是机器取代人员的结果，无论何时何地都是一样的。在

和UAW的谈判中，史密斯说："你们每次要求工资涨一美元的时候，增加1 000多只机器手开始看起来就更加实际。"[16] 1986年，史密斯发起一场积极降低成本的行动，该行动包括关闭13家工厂，解雇25 000名白领。第2年，他承诺继续削减100亿通用公司的成本。

20世纪80年代：艰难的10年岁月

显然，史密斯的战略是失败的。通用最终开支了数10亿的美元，最终却收效甚微，甚至一事无成。尽管有高技术，但通用却变成了效率越来越低的企业。通用发现汽车一点不投公众的胃口。公司的市场份额下降。当竞争者在欣欣向荣的汽车市场上茁壮成长时，通用却在赔钱。

通用公司在整个80年代遭受打击，原因在于它没能依靠灵活性和主动性去解决自己的基本问题。克莱斯勒和福特遇到了危机，无情的日本人的竞争，应当向通用显示出了它需要竞争，它不可能保证能长期占据50%的市场份额。曾经长期以来帮助通用获胜的大规模纵向一体化过时了。

当1981年的自愿限制协议生效时，日本人表明他们只要占用通用公司一小部分的时间，就生产出高质量的汽车。为了保持前进的步伐，通用需要证明，它也可以有效地生产出一种性能完好的汽车。假设进口限制导致生成了令人窒息的空间，通用可以全心全意投入力量于提炼自己的经营，削减汽车生产商和汽车顾客之间的组织层次。

进口限制为三巨头带来了创记录的利润水平，但这笔横财被浪费了。通用没有把这笔钱投在它的核心生产业务商，没有把自己的经营水平提高日本汽车商的高度。通用没有把这笔资金重新投资于降低成本、提高参加展览汽车的质量。通用在80年代是失败的，因为它试图解决问题，却又找不出这些问题最本质的原因。对此，凯勒评论道："收购电子数据系统公司和息金斯飞机公司看上去就像一个体重为400磅的妇人在染发和修指甲。那根本解决不了实际问题。"[17] 通用的问题并非公司缺少技术，根本的症结是组织失调、绝缘、落后和无效的汽车生产商地位。史密斯对技术的迷恋对通用公司的竞争能力没有丝毫积极作用。

通用的失败也是领导方式的失败。史密斯没有能够认识到通用最重要的商品是公司的员工。没有公司员工肩并肩的战斗，通用公司不可能成为一个21世纪的汽车制造商。公司的员工有工程师、机械师和装配线上的工人。但史密斯认为劳工是一个受到限制的问题，而不是需要培育的资源。的确，在他所有关于"轻便的"工厂和机器人自动化的谈话中，可能会原谅这样思考史密斯的人，认为他是想把劳工问题一并解决。如果所有对他们的承诺最后仅仅是裁员的话，那史密斯又怎么能够指望通用的员工跟随他的洞察力呢？

董事会起……作用

当史密斯的战略开始在1986年分崩离析的时候，通用公司的董事会在哪里？这个问题的答案非常重要，因为最终的问题，以及解决办法，对通用来说，都包含在公司治理的范畴。公司制度的真实性是，管理层具有充分承担风险和实验的自由。不可避免的是，并非每种冒险的行动都会成功。大批的公司选择的战略最终都证明是代价高昂的错误。正是在这一点上，治理问题变得十分重要。董事会的工作是监督管理层采取正确的战略，并适时实施战略。当管理层未能尽职时，董事会的责任就是替代管理层。相应的，董事会直接对股东负责，间接对诸如顾

客、供应商和雇员这样的利益相关者负责。

正如我们早些时候在科维尔的讨论中看到的那样，通用公司没有认真领会外部的批评。同样的态度在整个 80 年代中，还支配着公司的董事会—管理层关系。《财富》指出：

> 罗吉尔·史密斯对董事会保持着非常严格的控制。直到开会前一天，他还取消关键的财务数据和预算配额建议。有时又把这些信息在参加者召集之前就散发出去了。每月的例会日程单调，史密斯经常是快速休会 5 分钟，然后一开就是到中午，很少留有讨论的时间。背景和性格使得史密斯能够实施铁腕控制权。他易于发怒，难以容忍批评。很少有董事能够或者乐意接受他[49]。

一位外部董事告诉《华尔街杂志》，通用公司的董事会会议“简直就像是走过场，根本没有任何实质性的信息。”[50]

史密斯能够通过董事会会议实施控制权。逐渐的，全体董事会仅仅成了批准各种各样的委员会工作理事会，这种局面使得史密斯得以实现这样的控制权。1989 年，董事会有 3 位成员（不包括史密斯本人）是直接向史密斯汇报的执行董事。在 11 名非执行董事中，只有 4 人和公司几乎没有或根本没有业务往来关系，他们分别是圣·詹姆斯法院前特派员安妮·阿姆斯特朗（Anne Armstrong）、学者依维哈特（Thomas E. Everhart）、金伯格（Marvin L. Goldberger）、牧师沙力文（Leon H. Sullivan）；在 8 位现任董事中，有两位是退休人员，第 3 位董事掌管通用公司在底特律银行的负责人。

非执行董事每年可以得到平均 45 000 美元的薪水，每个季度可以得到一部通用汽车作为自用，但这些物质利益和坐在通用公司董事会的椅子上的名声相比起来，是微不足道的。多隆·列文猜测辉瑞有限公司（Pfizer Inc.）名誉董事长普拉特（Edmund T. Pratt）作为通用公司一位外部董事的动机：

> 普拉特在各种各样的董事会任职。除了辉瑞公司——美国一家著名的制药公司的董事长职务，任何职务都不会像通用公司董事职务那样带给他那么多的名气了。在普拉特的眼中，通用公司是美国制度，这个国家强大的单一业务主力军。该死，通用就是美国。对一个像他自己这样的商人来说，……和这个国家的大公司发生关系是一种巨大的荣誉[51]。

但他感受的属于通用公司的这份荣誉，并没有激发普拉特投入过多的精力去为这家公司创造财富。1988 年，普拉特拥有 100 股通用股票，尽管在通用董事会任职已经 11 年。换句话说，他在担任通用董事期间，每年大约购买了 9 股通用公司的股票。普拉特并不是唯一这样的人，还有 5 个外部董事也拥有 500 股公司股票，另外 3 位拥有 200 股。

这就是负责调查、质疑，并且如果有必要，还应改变史密斯的战略的群体。不过，经过许多重要的年头，这个群体居然毫发未损，一事无成。通用的董事们自己就屈从于 CEO 的个人性格，并被任职于董事会的荣誉蒙蔽了双眼。他们从现有状态到局势动荡，都想得到太多的东西——却又只想几乎不失去东西。因此，通用的故事并不只是管理层失败的故事，而且还是董事会失败的故事。

在第 14 楼的稀薄空气中，通用的执行官们不仅受到来自通用员工庞大身躯，而且还受到

来自董事会和董事会原则上要代表的股东的压制。管理层对任何人都不负责。这种声明的真相只有在我们考察通用公司和得克萨斯州的亿万富翁，以及后来的总裁候选人皮诺特(Ross Pirot)之间的法官身份、简便婚姻和错综复杂的离婚情况后，才能搞得清楚。皮诺特时期说明公司治理结构在通用是如何完全垮台的，以及董事会又是如何不管在任何情况下都不愿意挑战管理层。

通用汽车和皮诺特

没有人有像史密斯这样对通用公司死板的文化感到沮丧的了。他对公司无力改变经营状况感到沮丧、感到困惑。他感到通用封闭和落后的企业文化对他的巨大压力。他试图全力打破这种格局。史密斯喜欢以寓言的形式解读他的战略洞察力：通用公司的管理人员附着在一个巨大的树干上，不喜欢在波浪滔滔的江河中畅游。史密斯的工作，在他看来，就是让管理人员确信可以下水，尽情地游泳，目标是对岸尚不知晓的地方。这根大树干是通用公司开展业务的旧有方式，河流是波浪滔滔的市场，河对岸未知的泳者上岸的地方是下个世纪的通用公司。在史密斯的视野中，通用不能再附在过去的成就上了——很难再游泳了。问题是，他如何劝说通用离开这根树干?

史密斯不相信循序渐进的变革是有效的。相反，通用需要革命性的变革。诸如土星、NUMMI和购买飞机公司的计划，都是急剧扭转通用公司远离过去并且迫使通用面向未来的方式。皮诺特和他的电子数据公司(EDS)，似乎就没有展示一种理想的机会。一方面，通用受制于过时的数据处理和计算方法——如此以来，不把文件推动下的官僚现代化，通用怎么能够瘦得下来和提高反应能力？另一方面，EDS的领导人是一个生性发怒、有些神经质的得克萨斯企业家，他只是把某根拉链安到了通用公司的笨拙方式上。史密斯喜欢成功的企业家，他们代表着通用所没有的东西。那就是史密斯为什么不满足于雇佣EDS，而是要收购它并使其成为通用公司的一部分的原因。史密斯希望推动EDS成功的某些东西将附着在通用这个巨人身上。

罗杰尔·史密斯和罗斯·皮诺特彼此单个人都是完美的。史密斯寻找激进的企业家，但不对通用负责，而且准备用自己的方式说话。皮诺特受到把服务借给如此一个大公司的挑战的诱惑，而且天生具有一种强烈的爱国之心，他喜欢帮助通用成为美国最有成就的公司的想法。

通用获得EDS，费了不少劲，需要克服EDS不愿意出售他用毕生心血构建的公司的态度。收购协议的核心自相矛盾：通用支付25.5亿美元收购EDS，但EDS独立于母体通用公司，EDS的执行官们管理自己的公司，制定自己的报酬政策，只向罗杰尔·史密斯和通用公司董事会汇报。换句话说，在等级森严的通用公司军团内部，将出现一群自治的、不守规矩的人，即得克萨斯叛军。

交易按以下的流程进行：

- 通用公司向EDS执行官们开出期票，他们的新所有权是“E”型股票，每股价值在7年后将不会低于125美元，就是说，7年后，如果E股票的交易额是每股100美元，通用公司则补偿25美元的差价。这是确保EDS官员们得到他们手中持有的股票回报的方法，并且以此创造让他们在通用工作到7年以上的积极性。
- 罗斯·皮诺特将按照他在EDS中的利益得到10亿美元，并得到新创建的“E”股股票的43%。皮诺特马上就成了通用公司最大的个人股东，而其他个人大股东的股票只有总额

的 0.8%，或 1 100 万股“ E ”股票。相比之下，史密斯在 36 年的职业生涯中只有 2.65 万股通用公司的股票。

• EDS 保证在通用公司得到长期、固定价格的工作合同。这份合同担保 EDS 价值 26 亿美元的新业务，而这笔业务的收入是当前 EDS 收入量的 33 倍。

• 为了把 EDS 和通用公司自己的数据处理业务进行整合，向 EDS 转移 10 000 名通用员工。

契约刚一交换，问题就出来了。新婚夫妇开始度蜜月之前就大动干戈。当 EDS 的高级经理人员达到底特律的时候，他们得到的是冷冰冰的接待，确实，许多通用人似乎对 EDS 的到来几乎是一无所知。对兼并的一种说法是有的 EDS 高级经理如何介绍给北美业务执行副总裁廉宁汉姆（Alex Cunningham）的新闻。廉宁汉姆嘴唇蠕动，听不清楚他到底在对来访者说什么。但在向来访者介绍办公室之前，他说了这样的话：“该死的，真是一个大冷的天，我得给那帮得州的富人们加点垫子。”[6]

通用公司的经理们并不是惟一反对 EDS 来到通用的群体。对 10 000 多名数据处理人员来说，他们要被转到 EDS 去，这次转移原本意味着终结严厉的层级制度和他们习惯的指挥链。但是，他们被告之要接受低工资、低福利和 EDS 管理下从事风险更高的工作。通用的员工怀疑通用是如何拥有 EDS 的和如何领导后者的。有的数据工作人员向 UAW 申请归属，目的就是动摇 EDS 传统上工会无用的劳资关系。

同时，EDS 在底特律资历最深的官员瑞德林格（Ken Riedlinger）不断收到恶意邮件、辱骂电话，而且坐车每天都被涂得乱七八糟。最后，他选择了离开底特律。

皮诺特本人也受到冷遇。在他到达底特律参加第一次董事会会议时，他发现他被安排在公共政策委员会，那是一个影响力最小的董事会委员会。皮诺特相信，持有 1 100 万股股票应当接近通用公司决策层的中心，像财务委员会或者执行委员会。可是，皮诺特的愤怒相比于通用和 EDS 的合作遇到的困难，简直微不足道。

兼并协议中有关 EDS 具有绝对的垄断通用公司数据处理业务的条款，不久就烟消云散了。由于规模的原因，通用公司习惯于打压供应商。相比之下，EDS 对希望通用购买大量计算机和处理器征收议价。数据处理部门觉得，它应该获得折扣，而 EDS 的答复是如果通用想利用 21 世纪的计算机系统，它就必须对这种期望的成本付费。总之，先进系统将有助于通用降低长期成本。通用的道理，EDS 被通用内部的独特的无效率和乱花钱的情况惊呆了，但是感觉到这些情况又并没有给予改正的机会。EDS 感到它所作的工作受到了它自己的客户的破坏。结果就是双方不断在价格和合同条款上扯皮、斗嘴，这种状况一直持续到双方 EDS 兼并到通用后接近两年的 1986 年的 4 月，双方才在 EDS 的服务上达成定价协议。妥协几乎没有解决问题，仅仅在一个月之后，皮诺特就考虑起诉通用公司，因为后者没有和 EDS 签署长期协议[7]。逐渐的，EDS 的人不自觉地发现要取悦皮诺特，通用的人则要取悦史密斯才能得到保护自我利益的帮助。这两个首席执行官发现，他们在兼并中的主要角色是维和人员。

另外一个逐渐显现的争论焦点是报酬问题。通用的员工习惯于攀爬完全可预见的职业生涯阶梯，具有可保证的年收入增加、定期的分红、慷慨的福利计划以及稳定的养老计划。通用的报酬是完全没有风险的，从来不让人怀疑的。史密斯当然赚了不少的钱，比这个国家的 CEO 都要多，但他的工资和 EDS 高级官员们攒积的财富相比，简直不值得一提。EDS 简直就是一

个在短时间内赚取巨额财富的聚宝盆。基本工资和福利并不多，比通用少多了，但那些用股票期权和业绩支持支付的可能的奖励总和，简直就是梦想不到的财富。皮诺特喜欢激励：假如他的人完成了目标，他就奢侈的奖励他们。例如，EDS的二号人物是迈尔林(Mort Myerson)，他得到的承诺是工资将是1984年EDS利润的1%，简直是天价！皮诺特相信这样的激励不仅仅是对他的高层员工，而且是对其公司里的每一个员工，因为甚至是工资最低的工人也能够看到，勤奋工作和成功得到的奖励就是财富。皮诺特相信，这样的激励制度是EDS成功的关键因素。

不久，报酬就成为痛苦的问题。最初兼并协议的性质意味着，甚至这两个公司之间的关系都会越来越遭。EDS人继续希望得到更大的奖励。但是通用公司在兼并协议中答应的奢侈的股票分红上面拉他的后腿。根据EDS的前期兼并股票激励计划，股票是因为要在1984年后期才能分配的股票。兼并之后，奖励推迟到了1985年初期。到那年的中期，还没有形成这方面的任何决策，尽管皮诺特频繁地提醒史密斯。皮诺特为此变得大为恼火，不仅在于他认为股票期权是员工激励的最主要手段，而且还因为在当初的通用—EDS兼并条款中这些激励手段都是一五一十得到了保证的。

拖延的原因不是史密斯。他发现向EDS员工转移那么多的财富对他本人是一种屈辱，而且拟议的资助要比向通用公司任何一位高级经理、包括史密斯本人都要富裕得多。通用已经让EDS的高层管理人员成为了百万富翁——皮诺特的身价大约是10亿美元，迈尔林也有好几百万美元，史密斯不能够再送任何额外的大礼包了。按照通用的估算，对EDS的奖励可能还要花费通用额外的3亿美元，用于奖励因为通用的原因已经十分富有的人员了。在史密斯看来，这样的支出是很淫秽的。而在皮诺特看来，那是EDS工作的方式，根据兼并协议，就该遵照执行。

最后，史密斯告诉皮诺特，他打算否决以前的资助条款，他去达拉斯向EDS的官员们解释原因。会谈没有取得进展。根据列文的记录，EDS的财务总监瓦尔特 (Tom Walter) 告诉史密斯，史密斯夸大了通用股票激励的成本，因为他是从一组错误的数据测算的。列文写到：

> 瓦尔特没有得到完整表述他的观点的机会。
>
> 屋内的人后来还记得史密斯爆发出的，令人吃惊和可怕的愤怒：令人吃惊是因为史密斯的脸色极端难看而且声音刺耳，满屋的人都看到觉得难受；令人可怕是因为此前还没有人看到过这样在商务会议上发脾气的人……
>
> “别对我说我的数字是错的，”史密斯唾沫飞溅，满脸胀得通红，呈猩红色，尖锐刺耳声音，不断把书拍打桌子。
>
> 没有注意到瓦尔特拿出了令通用公司的财务经理们可能感到最耻辱的数据。史密斯可能为经营不佳的营销人员或管理人员承担着责备。对通用公司财务人员说他的“数据是错的”简直就是讨骂。
>
> “我到这里来不是受辱的！”史密斯咆哮着说，嘴上满是白迹斑斑的口水。EDS的人盯着他，满腹狐疑，世界上最大、最强的公司的董事长难道就是这种德性？！[3]。

发脾气只是导致皮诺特离开通用公司滑梯的第一步。尽管所有问题都和EDS并入到通用公司有关，尽管有摩擦和不愉快和挫折感，皮诺特还总是相信这次兼并会产生效果。他估计到了困难，估计到了一个小型、精益、创新型企业和一个庞大、老气和官僚的公司巨人兼并的难度。

但在最后，皮诺特相信事情可能解决。他感到他和 EDS 具有某种可以帮助通用的东西。史密斯发作以后，他开始对自己的这种信心表示怀疑了。他开始怀疑史密斯是一个他能够打交道的人，或者怀疑通用公司可以克服自己的文化。皮诺特曾设想他进董事会是为了轻微动摇董事会。现在，他不能确信这样是有效果的了。史密斯真的准备做通用想做的事吗？他还在谈搞活通用公司，或者实际上打算这样去做吗？

但是，皮诺特并不仅仅是一个创建了 EDS 的人。他还是通用公司最大的股东，拥有和公司的业绩绑在一起的数千万计的公司股票。随着 EDS 和新东家母公司通用之间暴露的问题越来越严重，皮诺特开始成为通用公司董事会中的第一人，也是最重要的人。

皮诺特关心即使通用大规模的资本支出计划不能解决公司的基本问题，史密斯还是旨在开支大笔的钱去收购了息金斯飞机公司。对皮诺特来说，收购只是简单的在通用得到越来越大的市场份额的情况下，才把钱投出去的事情。

皮诺特对通用和管理层的日益不满在 1985 年 11 月举行的董事会会议上爆发出来。当时会议的议程之一，是最后讨论同意以 52 亿美元收购息金斯飞机公司。皮诺特感到，这项购买计划代表着通用碰到的每件事情上都是错误的方式——庞大、空洞的支出，丝毫不考虑公司的面临的最基本问题。

皮诺特言辞激烈地陈述了自己的观点，明确表达了自己的反对意见。

首先，他概述了认为通用走向错误的地方。他解释到，公司是“程序导向型，不是结果导向型的”，那些非常重要的只需几分钟就决定的事情，非要花上几天或几周的时间在无效的会议和等级链中翻来覆去地讨论、折腾。“高级管理层太脱离员工了，”皮诺特得到了这样的结论[58]。他告诉董事会，他出席过一次卡迪拉克经销商大会。在那次会议上，他们对汽车的缺陷是隐瞒不报。皮诺特质问经销商为什么问题这么普遍：“答案是‘通用公司不给人做事情的责任和职权——通用的制度就是回避个人说明责任。’”[59]

皮诺特质问董事们为什么在通用的汽车制造都还达不到稳定性的情况下，他们还要批准 50 亿美元购买太空时代的工程。他称向问题扔钱不是解决问题的办法：“我们成功的竞争者的经验证明，员工，加上聪明地利用资本，才是关键的关键。”[60]无论皮诺特想说明什么或者否决什么，这种评论实际上是对史密斯全盘战略釜底抽薪。

皮诺特并不只攻击管理层，他还继续抨击董事会。他要求董事会成为真正的决策机构，而不是沉默的审批文件的理事会：“我们必须改变董事会会议的形式，要从摆动的几乎没有双向沟通的会议转向积极参与的允许我们讨论实际问题和解决实际问题的会议。”[61]早在几个月之前，皮诺特就游说史密斯出席全部由外部董事参加的会议。他感觉董事会如果独立于执行董事会委员会的制衡，可能将更好地确定它的独立性。史密斯拒绝了皮诺特的请求。

皮诺特提醒董事们代表股东的义务：

> 他们拥有这家公司。我们必须清醒认识到，管理层是在股东的压力下供职的……没有任何股权集中度的成熟的公司管理层把自己放到了有效选择代表公司股东的董事会成员的位置上[62]。

当轮到对收购息金斯飞机公司投票表决时，皮诺特是惟一息金斯投反对票的人。这还是自 20 世纪 20 年代以来，通用公司第一次出现反对票的情况。

关系没有得到改善反而恶化。皮诺特和史密斯继续在报酬和分红形式上争论不休，皮诺特认为这是一个无关通用事情的问题。同时皮诺特禁止通用公司审计EDS的账簿。在一系列写给史密斯的言辞激烈的信中，皮诺特决定EDS应该离开通用公司，独立运转，这也是当初兼并协议的初衷。在5月19日的信中，皮诺特指责这家汽车厂商试图“把EDS通用化。”[60]当然，兼并的整个出发点过去是“把通用EDS化。”

在1986年春夏的《华尔街杂志》的背景采访中，皮诺特解释了EDS—通用兼并出现错误的地方。他的解释远远超过了关于两家公司合并的困难问题，相反，他讨论了为什么通用公司一直在市场中失败的原因。“到我们攻击通用之前，”他说，“我们从来就没有限制员工的所有潜能。”[61]他读史密斯的批评比从前激烈得多，说：“他谈了一场很好的比赛”，是关于扭转通用但又不知道如何去做的比赛[62]。皮诺特批评管理层，把注意力都分散到了执行的自得和分红上，进而要求通用公司拆毁高级经理人员的餐厅！皮诺特相信，权力之间的勾心斗角干预了管理层以最诚实的眼光认识公司的能力。

皮诺特进一步表示了对董事会的愤怒：“董事会是罗杰尔的橡皮图章吗？该死的，不是！我们必须从橡皮图章的角色中走出来。”[63]皮诺特相信，董事会对通用公司存在的基本问题一无所知。每个外部董事每3个月都会收到最新款的通用汽车，他们又怎么可能知道汽车的稳定性呢？皮诺特花钱买了自己的车，有时还暗中要去看看车展，试图发现问题。他四处走访通用的经销商，他们知道如何销售日本车保持竞争力。董事怎么可以每90天就收到一款新车，董事会又怎么指望他们知道有关这些问题的事情呢？

《华尔街杂志》发表了皮诺特的评论，当然加了很多水分，文章的标题是“触摸巨人”。文章揭示了通用尽管充满昂贵的自动驱动，是如何比竞争对手低效的，并最终是如何丧失市场份额的。“准备好进入21世纪了吗”《华尔街杂志》这样问到，该文是第一篇批评史密斯倍受赞扬的战略的文章[64]。批评得到了当年不良业绩的支持。其他金融媒体竖起耳朵听，而皮诺特愿意谈。在一系列采访中，皮诺特继续攻击通用公司，告诉《商业周刊》“搞活通用公司就像教一只大象跳舞。”[65]

由于皮诺特和史密斯之间的战斗变得越来越公开，所以达成谅解的机会就变得越来越渺茫。史密斯被皮诺特公开讥讽通用的做法激怒了。高级经理人员们为缺少尊敬的皮诺特展示的长期以来世界上最受尊敬的公司的情况而悲哀。通用和EDS的联姻走向不可修复的破裂，离婚成为惟一的选择。

皮诺特的副手们和史密斯的律师商议购买皮诺特持有的通用公司的股票。1986年12月1日，董事会同意支付皮诺特7.428亿美元，购买他持有的股票。这次收购的股票价格每股61.90美元，而当时通用的股票成交价是33美元。作为回报，通用和皮诺特同意双方都不指责对方，否则罚款7 500万美元。换句话说，如果皮诺特继续攻击通用的话，他就要向通用公司退回7 500万美元。这次收购对皮诺特是太优惠了，连他自己都难以相信通用董事会会做出这样的决定。他以为价格过高，董事会将全力反对史密斯的。皮诺特简直惊呆了，居然没有一个人站出来反对这项决策，毕竟送给他如此丰厚的礼包，可都是通用公司股东的钱。两年后在法庭作证时，皮诺特说：“我的态度自始至终都是，通用方面不会有人签署这份协议的，那简直不是经商做法。我低估了通用董事会想把我踢出去的愿望。”[66]皮诺特十分关心媒体称他贿赂了通用公

司的报道，以及他达成交易的代价是保持沉默。他决定证明是通用发起的这次交易。所以，他把钱退了回去。他找了个借口，把钱交给通用公司董事会，称让他们用两周的时间重新考虑把他买下的决策。如果两周后，通用董事会认为剔除皮诺特代表了通用公司股东的最佳利益，那他就接受这笔钱。如果不是这样，皮诺特就退回这笔钱，并继续在通用工作。在皮诺特签署收购协议后随即召开的记者招待会上，皮诺特告诉记者，“花这么多钱是通用资本的最高和最佳用途吗？……我想给公司董事会一个做正确的事情的机会。但结果真是难以理解，他们就是想在这上面花 7.5 亿美元。我希望人们会突然聚焦于什么值得做和做什么的问题。”[17]公布收购以及皮诺特的新闻发布会后，通用股票下跌 3 美元，而 EDS 股票也下跌 4.5 美元。

罗斯·皮诺特在通用的介入对通用产生了几乎难以估量的破坏性影响。史密斯和追随他的董事们的形象简直就是公司流氓。一个特别愤怒的利益集团，毫无疑问，是公司的股东。一个有相当规模的股东是威斯康辛州投资委员会（ SWIB ），在一封写给通用公司董事会的信中说道，“这次收购严重动摇了我们对董事会和通用公司管理层的信心。”SWIB 准备支持信中提出的股东议案或法律诉讼，但通用公司对该州州长的一个电话，威胁说要关闭在该州计划投资的项目，很快就把抗议的意见封住了。

这段过去的历史，如果不是其他什么事情，倒也罢了，问题是它恰恰是反映通用公司治理结构的标志。史密斯带领的公司遇到了没有受到来自董事会或者董事会应该代表的股东的挑战。史密斯想搞活通用公司，但他的做法却不是这样的。

通用股东最佳利益的操作模式是什么？

皮诺特之后的通用公司：史密斯和斯特普尔

从 1984 年到 1986 年，史密斯获得了一片赞扬声，称他把通用带入未来，并且赢得了每一种商业荣誉。1985 年，《纽约时报杂志》以一篇热情洋溢的封面文章介绍了史密斯。1986 年，他被《金融界》和《首席执行官》命名为 1986 年年度执行官，但浪潮在同一年转向了。

皮诺特事件不仅使史密斯成为众矢之的，而且他的公司的绩效也证明史密斯的已经实施 5 年的战略并没有实现预期目标。相反，史密斯的自动化动机仅仅使通用从三巨头中低成本的生产商地位向高成本生产商的地位变化。

这些结果的综合作用和皮诺特事件破坏性的不利宣传，改变了许多人对通用公司的形象。突然之间，史密斯不再被看作是一个公司魔术师，而只是一头从不接受批评的蛮牛。

史密斯当然打算在他随后的通用任职期内通用的财富翻过个儿。他在通用的最后 4 年中，不自觉发现随着通用的情况日益恶化，他受到通用公司各方面的压力也相应越来越大。公司依然承受着过剩的生产能力，负担着巨大的固定成本。史密斯面对的是，要么通过涨工资提高劳动生产力，要么依据公司日益缩小的市场份额对公司进行裁员。

在史密斯退休的前夕，通用的情况比从前更遭。

1989 年，通用的市场份额记录是 34.4 %， 1979 年的这项记录是 44.1 %。这种衰退意味着通用公司每年亏损近 100 亿美元。

1988 到 1990 年期间，标准普尔上升了 227 %，单是 1989 年标准普尔每种股票增值 27.3 %。相比之下，通用在上述两项指标上的数字分别是 69 %和 1.2 %。[18]

位于密执安州 Troy 的汽车咨询公司 Harbour 兄弟公司发现，在整个 80 年代中，通用的汽车装配效率改进了 5 %，而同期福特和克莱斯勒的这一数字分别是 17 %和 31 %。

皮诺特之后的通用公司:董事会

皮诺特事件对董事会产生了某种影响。《华尔街杂志》在后来几年中报道过，有的董事，例如当时 P & G 公司的 CEO 斯马尔（ John G. Smale ）和前大使阿姆斯特朗，担心他们的个人声誉会受到影响，如果他们对皮诺特在媒体上给予他们的“摆设”形象不做点事情的话。《华尔街杂志》援引一位消息人士的话说，“有一种感觉，或许董事会并非像人们想象的那样没有介入某些过去的决策。”[69]他们得到了通用公司外部律师米尔斯坦（Ira Millstein）的支持，他是 Weil， Gotshal 和 Mnages 律师事务所，也是一位雄辩的治理倡导者。米尔斯坦劝说外部董事们面对史密斯的请求时，坚持更多的独立性。

有其他迹象显示董事会中日益出现不满的情绪。1988 年，通用公司的总律师约翰逊（Elmer Johnson）辞职。约翰逊是从外面带进公司里来的，这在通用是非常少见的。他进入董事会也是史密斯改组通用的计划的一部分，但不久他就对自己无力改变通用大厦的状况而丧失了信心。之后不久，美国运通公司董事长罗宾逊（James D. Robinson）任期满后不久，也从通用公司董事会辞职。即或是这位在自己的领域非常严厉和守规则的人，也对当史密斯一意孤行时，董事会缺乏应有的权力而感到沮丧。

董事会 1998 年得到了坚持董事会独立性的机会。史密斯提出向董事会增加 3 个官员。这次行动意味着内部人在公司董事会中的比例为 40 %。这次史密斯遭到了回绝。这是第一次人们所能记得的通用公司的董事长没有和他的董事们步调一致[70]。董事会新的独立性的另外一个因素，可能来自日益高涨的通用公司某些股东的行动主义。通用的所有者开始不断对公司管理层和长期徘徊不前的公司股票表示不满。在史密斯退休前的那一年，通用公司董事会投票表决提高执行官的报酬。史密斯本人将看到他的养老金从大约 70 万美元上升到了 125 万美元。提高养老金将影响到 3 350 名管理人员，每年花费 4 160 万美元。通用说这样一种行动对吸引高级人才是必要的。许多股东利益集团，包括机构股东服务公司都达成一致意见，称需要把通用公司执行官的养老金提高到和竞争对手持平的层次。

虽然董事会拥有惟一的批准增加养老金的权力，但他们还是决定无论如何要得到股东的批准。这样做的目的，通用是想打破它在过去由于皮诺特的缘故得到的、那种对股东不友好的形象。在 1990 年的代理投票中，董事会得到了股东的表决。虽然结果是压倒多数获得通过——87%赞成，但还是招来了对管理层和董事会的批评浪潮。例如，当地公共雇员养老基金密执安州退休系统投票反对这次动议。史密斯把这种让股东投票表决增加养老金的想法看作是一种“走向歧途的公司治理实验”[71]，并且认为他很遗憾在决定提高养老金问题上，卷入了股东的阵营。

随着史密斯退休日子的临近，公司股东再次向世人展现了自己的存在。一般的做法是，通用的领导人更替是无可争议的。即将离任的 CEO 一般在退休前很长一段时间里就开始培养自己的接班人。这样做的结果就是使对通用忠心耿耿的人平稳继任 CEO 。从 1958 年以来，指挥棒始终传递给财务总监，而即将离任 CEO 继续呆在董事会已是一种惯例。

权力交接过程是通用公司两个最大的所有者担心的，他们分别是加州公共雇员退休系统（CalPERS）和纽约州退休系统（NYS）。两者都是公共养老基金，都是服务于各自州的公共雇员的，又都是积极的治理活动家。两大阵营担心通用公司克隆一样的交接班过程直接导致了通用公司的衰退。让这些投资者感到特别恼火的是，退休的CEO还能够继续对继任者通过其在董事会中的地位施加影响。局外人根本没有空间，而他们可能恰恰具有新思想和新方法。通用公司照章执行的每件事情的过程似乎都要传递到保守主义的路上去，确保公司继续将在和过去进行的同样的道路上走下去。显然，通用公司的历史已经清楚的表明，这种形式不是一个好办法。

瑞德·里根那时是纽约州的审计人员，质问通用董事会用什么样的“流程和标准”选拔史密斯的继任者。里根援引了某些通用公司抛弃的结果，认为“大概这些数据指出了某种管理层的问题。”

CalPERS对通用公司董事会写过一封类似的信，补充了一条特别推荐：史密斯不能在董事会中任职。

董事们从来不对股东的问题做出答复，喜欢让公司发言人去愤怒的作答，“公司治理，包括选拔官员，是董事会的职责。”根据一份报告，史密斯甚至打电话给加州州长，抱怨CalPERS的无礼劝告。

CalPERS和其他股东在那一轮败下阵来，但他们取得了其他轮次的胜利。1990年，在股东的敦促下，通用采纳了一项抵制绿票讹诈的条款，禁止公司购买任何高出市场价格的股票，这种特别股票的持有者在不到两年的时间里，持有公司3%以上的投票表决股票。1991年，通用采纳了CalPERS的提议，在董事会中规定了公司章程要求的外部董事占大多数。

当然，这两家机构股东的胜利都只是象征性的。任何掠夺者指望得到通用公司对绿票讹诈付款简直就是痴心妄想，虽然条款制止任何像收购皮诺特这样的事情再次发生。通用多年来拥有大多数局外人，也不希望改变这样的格局。公司章程只是确认多年来的这种情况。

1990年4月，通用选拔了一个新的CEO，他就是罗伯特·斯特普尔（Robert Stempel）。斯特普尔在通用公司的工作经历是一位工程师，他的任命标志着一个重要的时代的开始，因为从1959年以来，通用公司的领头人都是从财务经理中选拔的。有一个人对这个消息感到欣然，他就是罗斯·皮诺特。他对《华盛顿邮报》说：“这太好了，难以相信是真的。这是一个全部是汽车制造者的团队。这是通用公司恐怖的一天。”[2]斯特普尔在1990年8月1日接替罗杰尔·史密斯，但后者继续在董事会中任职。

甚至在交接过程中，董事会也难以行使职能。斯特普尔希望提名瑞斯（Lloyd Reuss）任公司总裁，负责北美事务。但董事会不表态。他们对瑞斯的能力没有多少把握，但他们脱不开斯特普尔请求组建自己的管理团队的面子。作为一种不愉快的信号，董事会拒绝了瑞斯的首席运营官的称号。

斯特普尔担任通用CEO的第一天非常愉快。第二天，伊拉克入侵科威特，使美国和全世界都处于一种坐立不安的时期。斯特普尔后来回想起来说道，通用一头闯进了“神风敢死队的俯冲”[3]。在这样一个具有轮回的汽车行业中，做生意的基本原则是，在繁荣时期大把赚钱，在困难时期开源节流，抑制亏损。大好时期的核心应该弥补萧条的困难时期的条件。但通用在

1986—1987这样的繁荣时期还赔钱，而现在还没有任何装置能够制止下滑的经济衰退。史密斯失败的显示在后来的两年中体现得淋漓尽致。

1990年以前，通用从来没有出现过连续两年亏损的记录。在1990到1992年期间，通用却遭受了三次亏损。随着90年代的到来，日益明显的情况是，通用遭受的不仅仅是发展的低迷时期，它正在发生各方面的危机。问题的根源是通用北美业务灾难性的状况，从1982年以来成为最大的汽车市场中的成本最高的生产商。

- 1990年是通用历史上最糟糕的年度；
- 1990年的最后一个季度，通用创记录的达到了季度亏损16亿美元；
- 1990年6月到1991年9月，通用创记录地达到5个季度亏损，总额为59亿美元；
- 北美业务在1990年的亏损大约是每股10美元；[74]
- 1991年，北美业务亏损71亿美元。即是说，北美每销售一辆轿车和卡车时，亏损1 700美元；[75]
- 1990—1992年期间，北美业务共损失近150亿美元[76]。
- 1992年Harbour & Associate公司的研究揭示，通用装配一辆车的成本要比福特公司高出795美元，这直接变成每年成本高出40亿美元的竞争劣势。

斯特普尔继续史密斯在1986年开始的裁员。1990年10月，通用宣布关闭7个工厂要求收到21亿美元的收入。几个月以后，1991年的2月，通用又宣布它到1993年，将继续裁减通用劳动力中的15 000名白领工作岗位，单是1991年就裁减了6 000名工人。

裁员的目的是想减少通用巨大的生产能力，适应日益萎缩的汽车市场份额。通用希望更快地运转较少的工厂而变得更有竞争力。史密斯的900亿美元的支出都没能实现这个简单的目标。

关闭工厂和让人员下岗，通常引发一轮暴风骤雨式的UAW的抗议活动。但是，这一次躲开了，工会保持沉默。这是因为合同的原因，通用公司和UAW之间曾在1990年3月签署了一份合同，合同规定，通用保证将继续支付长达3年之久的300 000以上蓝领工人工资的95%，如果他们被解雇的话。从通用的角度认为，这份合同带来了安宁，能够保证公司平稳、迅速地裁员。

实际上，这份合同仅仅损害了通用在衰退时期的竞争能力。通过支付那些甚至是解雇了工人的工资，通用把正常情况下最适度的可变成本变为了巨大的固定成本。一般情况来说，汽车制造商在低生产时期降低成本的方法就是裁掉不需要的工人，然后公司在销售增长的时候再重新雇佣他们。但是，在这次的情况下，通用是想用更好的符合大好时期的工薪来闯过经济衰退关口，让多达80 000名的工人呆在家里。

这份合同摧毁了通用公司控制劳动力成本的能力。在签订合同的几个月时间中，通用支出了5亿美元的成本。通用承诺对就业安全基金注资延长到1993年，达到40亿美元。现在，有的通用官员感到可能这些资金都还不够。

通用的竞争对手一直都在度野外活动日。1990年，日本汽车制造商在一年内得到了4个百分点的市场份额，总数已经达到29%。

通用汽车需要注入新的资本，修复资产负债表。1991年，通用还有能力通过普通股和优先股发行的办法筹措资金24亿美元，但是现在股权被日益增加的负债持平了。通用的长期负

债在 1985 年至 1991 年之间几乎翻了两倍，为股权的 35 %，还没有达到那个时期的破产标准，但已经对通用传统的稳如磐石的资产负债表敲响了警钟。在可怕的汽车市场状态下，沉重的负债威胁到了通用进一步借款的能力。公司决定采取步骤保留现金。

• 1991 年初期，通用几乎减少了一半的年度股票红利，从每股 3 美元直接下滑到 1.60 美元。降低股票红利使通用一年节约了 8 亿多美元；

• 通用急剧降低其资本支出，1992 — 1993 年的支出为 11 亿美元[17]。

由于通用靠低迷的现金流来支撑营业费用和股票义务，资信评级机构威胁对通用降级。1991年 11 月，标准普尔宣布，将把通用作为信用观望的地位，以便了解通用潜在的灾难性后果。《财富》写到："对一个曾经长期在 AAA 等级上享受阳光的公司来说，降级的前景不仅令人尴尬，而且也是一种财务威胁。作为通用财务杠杆的 GMAC 的借贷成本可能每年增加 2 亿美元或者更多。"到 1991 年第 3 季度结束，通用的现金是 35 亿美元，这只有通常保持发工资和支付供应商费用的一半，而且比福特公司的预留现金的一半还要少[18]。

通用财务虚弱的另外一个原因，是通用养老金筹资能力不足。1993 年后期，大约为 170 亿美元[19]。从 1989 年开始，为了弥补现金的短缺，通用开始将养老金的资金转移到业务中来。为了使养老金看起来很健康，通用又做了慷慨的回报率的承诺。以 1992 年来说，通用制定的回报目标是 11 %，但只实现了 6.4 %。

当斯特普尔否认现金挤压会损害通用开发新车型的能力时，分析家保持怀疑。一个生产一款新型雪佛兰卡车的工厂被迫在 1994 年关闭[20]。这些问题已经存在，董事会就不可能无动于衷。1991 年后期，事态已经非常明朗了，通用不得不经历大规模的生存的动荡。此外，通用可能不再寻求史密斯那种把钱扔到公司问题上的解决办法了。通用董事会最后迫使斯特普尔采取必要的拯救措施，把北美业务拉回到盈利的水平上来。

1991 年 12 月，斯特普尔宣布了迄今为止规模最大的裁员。通用将在 3 年时间里关闭 21 个工厂，裁员 74 000 名。目的是把通用的生产能力减少到1/5，这样才能在 35 %的市场份额基础上获利。很显然，至少有的预计要关闭的工厂是那些曾经在 80 年代花费数亿美元更新过的而且现代化的工厂。《财富》称这次裁员是"通用现代史上最大的动荡。"

董事会仍然不满意。他们想斯特普尔推动通用每个部分的紧迫感，灌输史密斯长期以来渴望的那种公司文化变革。事态对董事会来说变得越来越明显，在通用公司，除了革命，已经没有任何东西能够治好公司多年的顽症了。但是，斯特普尔是一个勉强的革命者，坚持对董事会和相似和股东游说，公司要振兴经济。

1992 年 4 月 6 日，董事会向斯特普尔通告，他被免去董事会执行委员会主席职务（该委员会是 1989 年组建的，但很少开会）。与此同时，斯特普尔的左右手瑞斯，失去了在北美公司中的职务，并被驱除出董事会。在一次召开的小型记者招待会上，董事会说："重新实现盈利水平需要更加富有进取心的管理层剥离多余资源。"

《华尔街杂志》把斯特普尔的"靠边站"加进了公司治理的范畴："他成为通用公司 70多年时期中第一个失去董事会控制权的首席执行官。"[21] 文章还报道了一位外部独立董事的评论："（斯特普尔）的心脏在右边，但大胆行动不是他的性格特征。他需要刺激。那是董事会出面的地方。"[22] 新建的董事会行动主义把通用的股票从积重难返的市场上拉抬了

1.25美元。

瑞斯在北美公司的位置被约翰·“杰克”·史密斯取代。史密斯以前曾在80年代中期经营通用公司盈利的欧洲业务，把这家通用公司的亏损大户扭转为通用最赚钱的业务。

媒体也加入了猜想的躁动，整天报道诸如哪个董事要求采取什么行动、谴责斯特普尔的决策又是如何达成的等等。《华尔街杂志》报道说，仍然身为公司董事的罗杰尔·史密斯没有应邀出席一些关键的董事会会议。史密斯显然认为董事会匆忙行事，仅仅因为通用的财富开始上升。根据《杂志》的报道，史密斯告诉他的朋友们说，如果董事会休会六个月，他们实际上将一事无成[8]。

4月6日的通知的幕后人物显然是米尔斯坦这位通用公司的外部律师。米尔斯坦长期以来忙碌于在一种中间人角色，不仅要和董事会打交道，而且更要和膨大、愤怒的像CalPERS这样的投资者打交道。在1992年1月的董事会会议上，当时斯特普尔正陪布什总统访问日本，公司的外部董事专门约见了米尔斯坦——一种在史密斯时代下将是不可想象的反叛行为。

媒体也在猜测斯特普尔的降级是否会动摇他的领导地位，让他自我反思，难以确定他是否值得董事会信任。从4月份以后，许多人都在等待斯特普尔垮台的那一刻。1992年10月，由于流言飞扬，通用公司董事会发布了一份声明，称董事会“继续检讨最明智的确保公司最有效率的领导方式。”这几乎就是不信任投票。

驱除斯特普尔的压力成为压倒性的力量，其他变化似乎都在等待这一刻的到来。分析家估计可能会有另外一次降低股票红利。股东活动家等待看到史密斯是否被迫离开董事会，或者通用是否分设CEO和董事长的职位。

最后，当一切都出现的时候，就几乎没有任何悬念了。1992年10月26日，斯特普尔辞去通用公司首席执行官和董事长职务。11月2日，董事会批准任命杰克·史密斯担任公司首席执行官，约翰·斯马尔（John Smale）任公司董事长。从而，史密斯负责公司的日常经营事务，但必须向董事长斯马尔汇报；罗杰尔·史密斯辞去董事职务，新增加三位新董事；通用股票的季度分红减少了20美分。

在《时代》的采访中，一位外部董事通用公司发生的地震般的动荡十分留恋，深情的说，“这不是那家曾经熟悉的公司。”[9]

董事会的教训

斯特普尔倒台后，通用公司董事会因为行动主义而倍受赞扬。《纽约时报》称颂为“高效的董事会会议室”“外部董事动摇通用”。[8]《华尔街杂志》的态度类似，宣称“董事会改革取代杠杆收购”[8]。

事实上，董事会招到了和斯特普尔或史密斯同样多的批评。董事们尽职来得太晚了。斯特普尔离开之后，一位外部董事告诉《时代》，“在未来的几年中将出现董事会进行的特殊的监督。”[9]为什么在过去长达12年的时间中没有任何董事会的特殊监督呢？

通用公司的董事会从1986年收购皮诺特和1992年斯特普尔的下台中学到了很多东西。他们认识到任何公司都不可能永远对市场不做交代。多年来，通用的规模和财富保护着公司免遭竞争压力，而这种压力恰恰导致福特和克莱斯勒公司发生变化，但最终通用难以逃避其失败的

经营战略。由于沉陷在没有任何品质生产力或销售增长配套增加的财务危机，通用被带到了崩溃的边缘。甚至还有这样的猜想，一旦要界定美国产业成功的标志，通用就会申请第 11 章寻求破产保护。

仅仅在这一点上，董事会抓住了一次机会。1988 年，反对史密斯需要采取大胆的措施。罗宾逊和约翰逊的离开是又一次强烈的信号，但董事会继续玩一种等待的游戏。史密斯的任期不久将结束，变化会在交接中产生。但董事会一直都在等待，通用的状况每况愈下，公司的小问题忽略不计。

1990 年，董事会拒绝了任命外部董事担任 CEO 的想法，虽然他们考虑到了那种可能性。他们相信，汽车小子斯特普尔会积极主动解决通用的问题的，但衰退把通用送进了一种直线下降的状态。到这时，董事会意识到了他们犯了大错。斯特普尔并不是高级工作的合适人选。在任命他 18 个月后，斯特普尔被警告好好工作。6 个月后，他被炒了鱿鱼。实际上，在斯特普尔任职的最后和悲剧性后期，董事会才做了正确的事情。

5 年以后，董事会召开全体会议，鼓足勇气尽职，通用致力于挖掘一个足以使公司长期开采的前景利润之洞。通用的股东、供应商、员工以及每一个有着中西部经济利益的人支付通用汽车的价格。

通用公司董事会现在确定,不能再犯同样的错误。通用目前的老板对公司治理有新的承诺。1993 年 11 月，在《财富》的一篇文章中，通用董事长斯马尔阐述了建设良好的公司董事会的八项规则，反映了通用公司采纳的公司治理原则。

- 外部董事应当占大多数；
- 董事会领导人应当由独立董事选举；
- 独立董事应当按照定期规定的议程，单独出席执行委员会会议；
- 独立董事应当对全部董事会的流程负责；
- 董事会应当具有基本的选择自身成员的责任；
- 董事会应当定期考核日程中的 CEO 和关键执行官的绩效；
- 董事会必须理解和全面认可公司的长期战略；
- 董事会必须对其重要的责任给予充分的注意：选拔首席执行官。

通用汽车公司：后记

罗斯·皮诺特喜欢说让通用再次动起来，就好像教大象跳舞。

所以，杰克·史密斯的沙龙到底怎样？大象在舞厅转动优雅的舞步？还是在踩每个人的脚指头？

《财富》杂志 1997 年做过一次深入的调查，结果发现，很不幸的是，这个大公司一直在证明要转动身体是多么的困难。

好的方面，通用公司著名的、稳健的财务指标终于恢复了。公司 1996 年的现金储备是 140 亿美元，这主要是合并相当的资产的缘故。例如，1996 年，电子防御业务以 90 亿美元的价格转手 Raytheon。Delphi 零部件业务的 20 %也公开上市。

国际经营继续呈强势经营，情况如 GMAC 财务指标规定的那样。在核心的国内市场，通用

在卡车业务上开始赚钱。

但是，在公司的后院，公司仍然不能扭转利润下滑的小汽车制造。

1996年，北美事业部刚好回到1.2%的销售率。如果排除零部件子公司的贡献（根据通用自己的会计标准），北美事业部的回报甚至更差——仅为0.8%的回报，这根本不可能和公司5%的目标进行比较。《财富》说，北美事业部“承载着过去沉重的负担”。

《财富》质问“为什么让这个庞然大物动起来如此困难？”然后，提出的答案建议是“通用在什么事情上都是裹足不前”。

这家杂志社指出了数据中那些我们在史密斯时期看到的许多问题——6个事业部之间的勾心斗角，供应商、经销商和工会之间的明争暗斗。对于劳工关系，《财富》的评论是，创下了“战后低潮”记录。1996年，UAW罢工，阻止通用公司制造税后成本为12亿美元的30万辆小汽车。

目前的董事长和CEO杰克·史密斯告诉《财富》杂志，他的任务是让“通用平稳前进”。这听起来好像是罗杰尔·史密斯在过去20多年时间中试图达到的令人不舒服的那些东西的重复。

通用长期以来被认为是无休止扩张、麻烦缠身的巨兽。但甚至它在精简业务范围的时候，这家公司仍然给人留下了把柄。《财富》初步描述了简单的金属冲压过程中出现的重复和浪费情况。通用花费了8.5亿美元去把那些停止生产的13个工厂标准化，把冲压线（press line）安装的数量从57个减少到6个。但当改革全面展开的时候，通用仍然还在金属冲压上比日本的丰田公司多开支20%。

这种竞争劣势还体现在其他领域。通用装配一辆蓬迪亚克要花29小时，而丰田装配一辆佳美（Camry）的时间是20小时；通用的国内工厂从装配线开足马力生产到下线一辆新汽车，平均耗时三个半月，而本田公司的这一数据是一个星期。

通用在美国国内市场也没有任何有利的竞争地位可言。例如，对卡车、体育设施和小客货车的需求的增长速度只占全部美国汽车市场的一半，但通用的6个事业部中只有3个制造小汽车。

这就是通用的结果吗？通用继续被人们看作是老式和落后的形象，这尤其反映在汽车的销售中。在老爷车事业部，销售额从1986年的110万辆降到1996年的33.1287万辆。对此，《财富》杂志的评论是：“如果通用决定在1992年裁掉老爷车，那公司就可能是安乐死。”最终，这样的决策在2000年在出台。

总之，通用的市场份额在1997年的头两个月是30.3%，而在1996年的同期比例是32.5%。

《财富》的结论是“稳定通用公司变成了一项长达10年的计划，而这项计划却是只有很少的人——投资者、分析师、或者公司高层管理人员能够预见到的。”

假如斯马尔对通用制订的规章制度从1980年起就被确定、遵守，通用的财富会有什么样的不同？如果从1960年就开始呢，情况又有什么不同？

罗杰尔·史密斯选择激进的变革而不是循序渐进的变革是正确的吗？为什么史密斯失败了？他的战略是错的吗？或者说执行他的战略不力吗？通用的问题是管理层的无能还是董事会的疏忽？史密斯除了对问题扔钱，就没有做过其他事情了吗？他是怎么应用资本的？他又应该怎样利用资本？

在什么样的程度上，通用的问题是一个“文化”问题或官僚问题？公司的组织就这么差，以至它足以消化没有任何建设性结果的资金投入吗？通用的文化可以从上往下改变吗，即用新的CEO类型？

史密斯是当代美国CEO的象征吗？您能识别出属于罗杰尔·史密斯这类范畴的公司吗？

什么样的程度上，通用的变化归功于美国外部的竞争？为什么美国国内的竞争不可能更有效？什么样的程度上，缺乏强大的国内竞争是通用公司和政府的关系的结果？

通用的问题是十足美国式的，这很明显吗？或者戴姆勒—奔驰、三菱重工和ICI会有类似的历史吗？有“大企业病”这样一种东西吗？如何对待这种企业病呢？

董事会渎职的定义是什么？存在某种判断公司不良绩效的标准，说明董事会对渎职内疚吗？董事会应该，以及更为具体的董事提名委员会，应该坚持任何寻找高层官员，特别是CEO，要包括来自公司外部的候选人吗？公司内部提拔的好处和不足之处是什么？

自第二次世界大战以来，所有美国大型机构股东都持有通用公司的股票。他们在80年代和90年代仍然坚持持股。什么样的程度上，那些投资者不理会对良好的公司绩效的要求？股东应该或者能够做什么样的事情？

本节的叙述雄辩地证明了管理层、董事会以及股东制止通用公司下滑的无能。这表明了公司治理结构的一种基础性失效吗？其他结构可能会更好吗？

如果有一位像杜邦公司这样的投资者拥有30%的通用公司的股票，还会发生通用公司在70或80年代的问题吗？

在哪一点上，本节的叙述应该是董事会干预的结果？

罗斯·皮诺特拥有不到1%的通用公司的股票。皮诺特是因为持有的股票太少，因此难以确保他对公司的持续介入吗？什么样的程度上，皮诺特被控“卖空”。如果皮诺特拥有5%的股票，情况又怎么样呢？或者，拥有10%，他还会同意买入呢？

如果每个通用公司的外部董事都持有各自25%的通用公司净值的股票，可能会发生什么情况？

注 释

① Alfred D. Chandler， Stephen Salsbury. 皮埃尔·杜邦和现代公司制企业的诞生（Harper & Row，纽约，1971年），第443页。

② 同①，第444页。

③ 同①，第460页。

④ William Taylor.“大股东能够制造差别吗？”哈佛商业评论，1990年9—10月，第74页。

⑤ 同④。

⑥ 同④。

⑦ Maryann Keller.《通用公司兴衰和挣扎》（William Morrow，纽约，1989年），第33页。

⑧ Alex Taylor.“通用公司能够自我打造吗”《财富》，1992年1月13日，第32页。

⑨ Keller，同⑦，第65页。

⑩ Alex Taylor，同⑧，第32页。

⑪ Keller，同⑦，第 106 页。
⑫ Doron P. Levin(列文)，《不可调和的矛盾》（Little Brown，Boston，1989 年），第 152 页。
⑬ Keller，同⑦，第 50 页。
⑭ J. Patrick Wright.《你可以看到的通用公司的一个晴朗的天：John Z. DeLaorean 对汽车巨人的内部透视》（Wright 企业，Pointe，Michigan，1979 年），第 4 页。
⑮ 同⑭，第 27 页。
⑯ 列文，同⑫，第 149 页。
⑰ J. D. Power 兄弟公司的调查报告，引自 William McWhiter，“重返快车道”，《时代》，1993 年 12 月 13 日，第 70 页。
⑱ Keller，同⑦，第 22 页。
⑲ Jocob M. Schlesinger“汽车公司游说行动旨在钻美国燃油经济法的最大空子”，《华尔街杂志》，1986 年10 月 1 日，第 68 页。
⑳ 美国汽车制造商花了很长的时间去利用安全性能的优势，虽然到 90 年代李·艾科卡一直在克莱斯勒强调克莱斯勒的小汽车要比日本竞争者的汽车装备了更多的空气气囊。“谁说你不能教一条老狗识字？”艾科卡 1988 年在一次广告促销活动中这样说道。
㉑ 列文，同⑫，第 156 页。
㉒ Albert Lee.《叫我罗杰尔》（当代书籍出版社，纽约），第 20 页。
㉓ 列文，同⑫，第 155 页。
㉔ Alex Taylor.“汽车回来了”，《财富》，1992 年 11 月 16 日，第 59 页。
㉕ 同㉔。
㉖ Paul Ingrassia 和 Joseph B. White.“大动荡：注定的变革，通用据称挑选新的首席执行官”《华尔街杂志》，1992 年 10 月 23 日，第 A1 页。
㉗ Alex Taylor，同⑧，第 78 页。
㉘ 同⑧。
㉙ 同⑧。
㉚ 同⑧。
㉛ 同⑧。
㉜ 同⑧。
㉝ Lee，同㉒，第 24 页。
㉞ 同㉒，第 99 页。
㉟ 列文，同⑫，第 267 页。
㊱ Lee，同㉒，第 129 页。
㊲ 同㉒，第 175 页。
㊳ Alex Taylor，同⑧，第 78 页。
㊴ Doron P. Levin.“重组巨人：在高科技的行动中，通用汽车的毛利率没能跟上竞争对手的步伐”《华尔街杂志》，1986 年 7 月 22 日，第 A1 页。
㊵ 同㊴。
㊶ Joseph B. White.“低空轨道：通用全力以赴让匆忙下线的土星汽车跑起来”，《华尔街杂志》，1991年 5 月 24 日，第 A1 页。
㊷ Lee，同㉒，第 20 页。

㊸ 列文，同⑫，第 258 页。
㊹ White， 同㊶，第 A1 页。
㊺ 同㊶。
㊻ Lee， 同㉒，第 67 页。
㊼ 同㉒。
㊽ Keller，同⑦，第 248 页。
㊾ Alex Taylor．“通用公司新团队的未来之路”，《财富》， 1992 年 11 月 30 日，第 59 页。
㊿ Paul Ingrassia．“董事会改革替代杠杆收购”《华尔街杂志》， 1992 年 10 月 30 日，第 A10 页。
(51) 列文，同⑫，第 108 页。
(52) 同⑫，第 178 页。
(53) Joseph B．White“皮诺特，EDS 的利爪撕扯条款，法庭内外”，《华尔街杂志》， 1998 年 10 月 20 日，第 A3 页。
(54) 列文，同⑫，第 238 页。
(55) 同⑫，第 258 页。
(56) 同⑫，第 258 页。
(57) 同⑫，第 259 页。
(58) 同⑫，第 259 页。
(59) 同⑫，第 260 页。
(60) 同⑫，第 276 页。
(61) 同⑫，第 284 页。
(62) 同⑫，第 285 页。
(63) 同⑫，第 285 页。
(64) 列文，同㊴，第 A1 页。
(65) 列文，同⑫，第 297 页。
(66) White， 同㊶。
(67) 列文，同⑫，第 326 页。
(68) James B．Treece．“通用的大投资者能够让它改变航向吗？”。
(69) Jocob M．Schlesinger； Paul Ingrassia．“通用的外部董事终结被动的角色”，《华尔街杂志》， 1988 年 8 月 17 日，第 6 页。
(70) 同(69)。
(71) Marcia Parker．“通用的史密斯仍然对股票持有者坐立不安吗？”《养老金和投资》， 1990年 6 月 11 日，第 14 页。
(72) Warren Brown．“高层生产管理人员挑选通用公司的首脑”，《华盛顿邮报》， 1990 年 4 月 4 日，第 C1 页。
(73) Joseph B．White； Paul Ingrassia．“危机爆发：通用的幕后反叛，律师 Ira Millestin 协助开枪”，《华尔街杂志》， 1992 年 4 月 13 日，第 A1 页。
(74) 《价值线》， 1991 年 3 月 22 日。
(75) John Greenwald．“出什么事了？”《时代》， 1992 年 11 月 9 日，第 44 页。
(76) Alex Taylor， 同㉔，第 58 页。
(77) Alex Taylor， 同⑧，第 32 页。

⑦⑧ 同⑧，第29页。
⑦⑨ Barry B. Burr.“通用的融资翻案是发行E股”，《养老金和投资》，1993年11月29日，第1页。
⑧⑩ Alex Taylor，同㉙，第32页。
⑧① White和Ingrassia，同⑦③。
⑧② 同⑦③。
⑧③ 同⑦③。
⑧④ Greenwald，同⑦⑤。
⑧⑤ Alsion Cowan.“高效的董事会会议室”，《纽约时报》，1992年10月28日，第D1页。
⑧⑥ Ingrassia，同⑤⓪。
⑧⑦ Greenwald，同⑦⑤，第44页。

美国运通信用卡

在1977年春季召开的年度股东大会上，詹姆斯D·罗宾逊三世当选为美国运通信用卡公司董事长。公司总部设在纽约，提供金融帮助，并且以旅行支票和它独有的“即刷即付”的信用卡而出名。他的目标是利用信用卡和支票产生的蔚为可观的大笔现金创造一个庞大的“金融超级市场”。据商业周报报道说，罗宾逊“已经开始把美国运通信用卡公司变成一个所向披靡的金融帝国。”[①] 在20世纪80年代初，金融业风云变幻（Sears，Roebuck收购了Dean Witter，通用电气（General Electric）收购了Kidder Peabody），而罗宾逊坚信美国运通信用卡公司将会是最大最好的，同时也拥有最光明的前途。正如拜伦·巴勒斯这位作家兼记者写道：

> 吉姆·罗宾逊搭建了一个金融帝国的构想，它能为所有人提供一切服务：办理信用卡，中介保险，理财，私人存款。不同于以往的任何公司，它可以为世界上任何一个地方的任何一个人提供一揽子的金融帮助。它的合作潜力也着实是震撼人心：西尔森互助基金和Fireman保险基金为美国运通信用卡公司的信用卡用户上了保险；美国运通信用卡公司也为西尔森在华尔街的客户做好了旅行安排。这样的合作看来是无止境的[②]。

最终，美国运通信用卡公司在公司收购中步步为营：

- 1981年以近10亿美元收购西尔森公司——华尔街日报头条登载“华尔街迎来金融并购的新纪元”。
- 同年收购波士顿公司[③]。
- 1982年初，收购区域性中介公司“福马公司”（Foster & Marshall）和罗宾逊·亨福瑞公司（Robinson Humphries）。
- 1983年，收购艾莎（Edmond Safra）贸易发展银行。
- 1984年，收购投资者多元化服务公司。
- 同年，收购了Lehman Brother Kuhm Loeb。
- 1987年，收购了E.F Hutton公司。

在其他一些目标上，罗宾逊战果却不佳。

• 1977 年 9 月，他试图买下宾州寿险公司（ Philadelphia Life ），而这家公司也被他最大的股东 Tenneco Inc 列入接管目标当中。美国运通信用卡公司报出 2 亿 3 千万美元的竞标价格，而 Tenneco 出价更高，把美国运通信用卡公司挤到了一边去。

• 1977 到 1978 年间，罗宾逊曾要收购迪士尼公司和“每月一书”“ Book - of - the - month ”俱乐部，但是这些提议也因遭拒绝而作罢。

• 1979 年 1 月美国运通公司又想以 8 亿 3 千万这个“友好的”价格收购 McGraw - Hill，可随之而来的战斗就不那么友好了。McGraw - Hill 回之以发表一系列攻击性的报刊文章，给他的股东写信，甚至告他诽谤。在一个新闻发布会上，Harold McGraw 读了一封他写给罗宾逊的信，指责他缺乏诚信与法人道德[④]。美国运通公司只好退却了。拜伦·巴勒斯评论说，“此事标志着罗宾逊的事业遇到了低潮。”[⑤]

• 1979 年晚些时候，美国运通又致力于与华纳兄弟娱乐公司合资成立一个有线电视公司，定名为华纳——美国运通。可这家公司从开办之日起就开始赔钱，直到 1985 年罗宾逊变卖家产来偿债，而那之后这项业务很快就变得异常有利可图。

罗宾逊的苦恼

让罗宾逊头疼的还不仅仅是收购不成。接二连三的事情使美国运通几近停业，同时还毁了公司备受赞誉的形象与诚信。

• 1983 年，一家美国运通下属的名叫消防员（ Fireman ）基金的保险公司损失了 2 亿 4 千 2百万美元税前收入，一下子把美国运通的整体收入降到了 3 千万美元。这一危机让美国运通的执行官大为震惊。这次损失也宣告了美国运通年度收益连续增长 36 年的珍贵纪录从此结束。“毫无征兆的，美国运通的金融业权威的神话结束了。”[⑥]

• 仍是在 1983 年，罗宾逊把陷入困境的美国运通与艾莎（ Edmond Safra ）旗下的贸易发展银行合并。作为世界上最富有的人之一，Safra 就是惟一代理私人银行的化身。罗宾逊羡慕他的特权，觉得 Safra 的名字会抬高美国运通的声誉。Safra 和美国运通之间产生联系本身就是一场劫数。1985 年，Safra 从公司退出，而后又向董事会递交了辞呈。1989 年，他指控美国运通企图毁坏他的声誉。罗宾逊做了公开道歉，还答应拿出 8 百万美元捐赠给 Safra 选定的慈善项目。不得已，在1990 年，罗宾逊卖掉了贸易发展银行。

• 1988 年的 12 月份，波士顿公司承认“账目错误”。董事长坦白说 1988 年的毛收入有 3千万美元是言过其实的。他被解雇了，还有两位高级官员也很快退休了。

• 1988 年，西尔森卷入了一场争夺对 RJR Nabisco 公司经理层控制权的斗争，但最终还是输给了 Kravis & Roberts 公司科尔贝格（ Kohlberg ）。西尔森的行为在 1990 年的一本有关这次竞争的畅销书中遭到了抨击。[⑦]

• 1991 年，波士顿的饭店经理都停用了美国运通的信用卡，而倾向于使用它们自己公司发行的卡，在一片极高的社会呼声中公开反对美国运通的高额商业费用。这次事件后来被称为“波士顿费用晚会”。

• 1987 年，美国运通推出了一种叫做“乐天卡（ Optima ）”的信用卡，但金融界却把这

张戏称为“悲天卡（Pessimia）”，该卡使公司耗资1亿1千2百万美元。

• 1988年3月，西尔森的合并与收购部推断他们有能力与Beazer Plc合作兼并匹兹堡的一家化学药品制造厂。西尔森愿意出5千万美元，同时可以为之提供2亿美元的过渡贷款。Kopper发动公众对西尔森和美国运通进行激烈的声讨，谴责他们与一家英国公司为伍影响了美国人的就业。一位宾夕法尼亚的议员John Heinz扬言要想国会提出议案来阻止这次兼并，匹兹堡的市长也与公众一道拒用美国运通的信用卡。社会舆论对于美国运通的影响几乎是毁灭性的。

然而最让罗宾逊感到头疼的却是西尔森公司。

• 从1986年创造了最高纪录以来，公司效益一直在滑坡。1989年的利润比顶峰时期下降了88%。单股股票价格也只有1987年4月每股34美元的一半那么多。

• 到了1989年，西尔森的董事长科恩（Peter Cohen）主张美国运通多注入一些资金。而1989年下半年，穆迪信用评价体系（Moody's）就把西尔森列入了信用监管。

• 1990年初，西尔森的股票已经跌到每股10美元，只有最高时期的1/3。

• 1990年，美国运通前任董事长维尔（Sandy Weill）组织谈判，把西尔森和Primerica公司合并，但陷入僵局。几周之后，科恩被解职。与维尔进行的第二轮谈话宣告失败，为了筹钱重新发行西尔森的无固定利息股票，美国运通宣布将以10亿美元卖出余下的已不归西尔森控股的股票。之后，罗宾逊的前任首席执行官的儿子小哈罗得·克拉克当选为西尔森的新一任老板。

至1992年，罗宾逊已经担任了16年的公司董事长和首席执行官，同时也是美国公司中在位时间最长的高层领导之一。然而这一年美国运通的效益却不好。公司当年取得了2亿4千3百万美元的收益，但是比前一年又下降了39%。西尔森当年一年就损失1亿1千6百万美元，而华尔街其他公司却都获得了可观的收益。这一结果引发了后来的美国运通董事会内部的争斗。

透视董事会，1992—1993

1991年末，美国运通的董事华纳（Rawleigh Warner）向罗宾逊提出实行一种新的董事会议事过程：作为一种制度，外部董事每年必须碰头一至两次。华纳早在1972年就加入了董事会，与之同时加入的还有福劳德（Richard 福劳德）。他们是19个人组成的董事会元老，也是惟一两个在1977年罗宾逊被委任为首席执行官之前当选的董事。

华纳要求外部董事召开会议是“要防止我们坐到一起，不被人指责我们只是为吉米分分肉饼和蛋糕”[8]。罗宾逊同意了并拟定将于1992年的2月和9月分别召开一次这样的会议。

在2月份召开董事会之前，罗宾逊提出了继任者的问题。罗宾逊表示他愿意继续留在美国运通两年，直到自己60岁的时候再离开。

他指定Harvey Golub来代替自己，此人是美国运通的董事长，同时也是旅游服务部的核心领导。他补充说，两年后这个时机刚刚好。现在，Golub相对还有些不成熟，而且对庞大而复杂的美国运通机构不很熟悉。Golub是一个极其有才干的人，罗宾逊说，但是如果让他磨练两年时间，他会是一个更加出色的首席执行官。

在9月份的会议上，继任者的问题被更加紧迫的提了出来。在董事会的非正式晚餐会之前，外部董事聚集在一起，会上华纳请求陈述自己的观点。接下来就对罗宾逊任首席执行官期间的表现进行了长达20分钟的尖锐批评。他宣读了一份清单，上面记录着在罗宾逊的领导下美国

运通所遭受的挫折，一直追溯到了1977年试图接管费城人寿保险公司那件事。他形容了那些失败的吞并行为，西尔森遇到的麻烦，在Safra和RJR Nabisco事件上遭遇的尴尬，发行“乐天”信用卡带来的损失，还有被他们毁掉的信用卡市场份额。他证明罗宾逊犯了很严重的错误，正是这些错误让股东们损失了数10亿美元。更严重的是，前途看起来也不怎么光明。美国运通已经一团糟了，他总结说，而罗宾逊对此也无能为力。华纳提出建议：罗宾逊应该立即下台，寻找一位继任者已是当务之急。

董事会对此做出的反应各不相同。让一些人感到震惊的是华纳能记下如此充分的证据来对付罗宾逊。有一位董事对于华纳的工于心计感到十分气愤，他说罗宾逊只不过是一个阴谋董事会的牺牲品。太平洋联盟的首席执行官路易斯（Drew Lewis）站在了罗宾逊一边，他说，华纳描述的那些问题都是由经济领域的衰退引起的，并不能归罪于管理不善。美国前国务卿亨利·基辛格说罗宾逊遭弹劾这件事对他来讲很难办，因为罗宾逊是“他的好朋友”[9]，但是华纳有力的论据也确实咄咄逼人。财富杂志登载道：“说了一条接近立案的线索：‘吉米得下油锅了。’”[10]最后终于达成了妥协：罗宾逊会退休，但不是马上。将会专门成立一个调查委员会，并把结果报告给董事会；当董事会敲定人选后罗宾逊就离职。

罗宾逊得知了这一决定。在第二天的全体董事会上，调查委员会正式成立，包括罗宾逊在内，共有五位董事，委员会主席由福劳德担当。华盛顿邮报在发表的一篇对美国运通的回顾性报道中写道：“有消息来源说，罗宾逊的拥护者和华纳的同党都想阻碍另一方控制这一委员会。”[11]

像美国运通这样被密切关注的公司中，从不会有什么事是“秘密的”。尽管这样，董事会的决定还是没有被公开。《财富》杂志在12月号中报道说罗宾逊被董事会排挤了出来。公司对此做出反应，对外宣布，罗宾逊已经决定要退休，但是要等到调查委员会有一些收获的时候才离开。并且强烈地否定了罗宾逊是阴谋董事会的牺牲品这一说法。华纳在一篇陈述中说，“这是由罗宾逊本人提出并主持办理的正当合法的继任程序。用其他任何方式为之定性都是不准确的。可以清楚的看到，这并不是一场政变。”[12]福劳德评论说，“罗宾逊本来就打算在60岁之前退休，有这一计划在先，董事会才在9月召开的会议上要求他通过正当程序指定下一届首席执行官。”[13]罗宾逊本人也声称：“9月会议上发生的换届问题没有给我任何压力。我告诉过他们这个时机刚刚好。而这也正是动力所在。”当被问道董事会是否逼迫他离开的时候，罗宾逊说：“我觉得这完全是夸张。”[14]投资者们对“政变”和“正当程序继任”在语义上的差别搞得很清楚。美国运通即将拥有新的首席执行官的消息使它的债券反弹了6%。换届计划也使股票由每股1.38美元涨到24.75美元，一下子使美国运通的市场价值增长了6亿6千7百万美元。

媒体猜想哪一位候选人有可能接替罗宾逊。极有可能的一位就是来自美国运通的Harvey Golub。Golub在IDS当过一段时间的领导，这是美国运通在1984年买过来的一个地处明尼阿玻利斯的基金管理组织，然后他就转到了TRS。他在IDS取得了辉煌的成就，又是使TRS重获发展的带头人，由他负责制定了一个节省10亿美元开支的计划和一个解决商业费用的更加弹性的方法。人们认为他是接替罗宾逊的最佳人选。报纸上暗示说英国航空公司的董事长马歇尔（Colin Marshall）和富莱公司（Frito - Lay）的董事长恩里科（Roger Enrico）恐怕没什么希

望当选。

随着调查委员会工作的推进,Golub 和外部董事之间的问题已经明显成为了激烈争论的焦点。“外部董事在美国运通公司的调查中大权在握”1993 年 1 月,华尔街时报这样报道[14]。3 天后标题换成了“调查决定即将公布,当事双方出现交锋。罗宾逊为 Golub 寻求支持,其他人拥护外部董事。”文章继续写道:

> 据知情者报道,罗宾逊先生相信他能从董事会那里得到足够的支持以保证 Golub 先生当选首席执行官,这是安排好了的,这样可以让罗宾逊先生无限期的稳坐董事长交椅。“Jimmy 估计能得到 12 票或者 14 票,而他只要 10 票就够了。”该人说。“在调查的全过程中,他拼命地”为 Golub 先生“拉选票”。罗宾逊先生的目的就是“不能让外部董事当选首席执行官”该人补充说道。

文章中还报道说 Enrico 签署了一份内部文件备忘录,表示对在美国运通工作不感任何兴趣。权威还指出,英国航空公司最近发生的一起丑闻——这家航空公司和 Richard Branson 的对手 Virgin 集团打了一场“竞选舞弊”战——减少了 Colin Marchall 当选的机会。虽然没有提到 Marshall 也参与了这一行动,但是人们认为美国运通仍然记着 Safra 事件的教训,它会尽量避免一丝一毫的丑闻来重建它钢铁般诚实的形象。

虽然在外部董事中也没有产生出明确的候选人,可人们依然对 Golub 疑问重重。人们怀疑的不是他的能力,而是认为他缺乏作为美国运通的高级执行官的经验和不熟悉庞大而复杂的美国运通的机构。华尔街日报报道:

> 一位相关人士说,要找人取代 Golub 先生,因为“Harvey 就像西点军校里一个各课成绩全 A 的 2 年级学生,但是像美国运通这样的超大公司需要的是打过几场战役的将军[15]。

另外一个难题就是有必要迎合 Golub 自己的志向。既然已经被培养当顶头上司,那么他恐怕不会愿意留在美国运通听凭其他首席执行官的摆布。公司不想失去 Golub 这样的人才,可是如果美国运通不把最高职务交给他来做的话,其他公司肯定会的。

7 月 21 日,调查委员会开会做决定。罗宾逊带来了两名顾问——Lazard Freres 的投资银行家 Felix Rohatyn 和律师 Joseph Flom。他们二人都建议委任 Golub 为首席执行官,但是,鉴于他缺少经验,可又要保证领导的延续性,所以需要罗宾逊长期作为董事长。Flom 和 Rohatyn 坚持说不可能等到十全十美的候选人。是必须做一个决定的时候了,而且要快;没完没了的研究继任者问题会损伤士气,影响公司的声誉。

根据会议的报告,调查委员会的成员勉强接受了这一建议,尽管他们知道董事会的一些成员不会对罗宾逊作董事长这一推荐予以考虑。然而,顾问的证据是具有说服力的。没有哪个外部候选人比 Golub 更合适,而且没有必要只是为了选一个外部董事就去冒失去 Golub 的风险。另外,还考虑到尽管 Golub 很有天分,可他到底对美国运通的全球性运作缺少经验,而且对美国运通的问题儿童西尔森 Lehman Brothers 很不熟悉。因而,如果继续让罗宾逊做董事长,将会使 Golub 有机会在罗宾逊的经验指导下习惯这一工作。

罗宾逊— Golub 这样一个团队似乎能解决所有问题，可是有一个问题除外：董事会里面的三四个成员公然反对罗宾逊还继续呆在公司的顶层。然而，没有人相信他们能在 19 人的董事会里站到多数。调查委员会投票一致通过推荐 Golub 做首席执行官，罗宾逊做董事长。

但是委员会还没有做出他们的决定。他们也提出了公司的心病西尔森由谁来领导的问题。自从 1990 年 Cohen 离职以来，西尔森的首席执行官一直是小哈罗得克拉克，也就是美国运通的传奇董事长老哈罗得克拉克的儿子。老克拉克是罗宾逊的前辈，也正是他教会了罗宾逊迅速提拔行政人员。克拉克把他培养出来之后，觉得他一手提拔的人越来越让他感到不安。到了 1992 年，他就已经成了要与罗宾逊竞选的华纳的最亲近的同盟之一。然而董事会的非正式成员小克拉克，虽没有投票权却出席了每一次董事会。

但是当老克拉克对罗宾逊不再存有任何幻想的时候，罗宾逊对小克拉克作为首席执行官在西尔森的表现也失望透顶。不止罗宾逊一个人持这种想法。已经上了年纪的董事福劳德向《经济学家》杂志说：小克拉克“看起来有点迷失方向”[17]克拉克在西尔森的任期并不怎么吉利。90 年代最初两年，西尔森是这种行业中惟一一家不赚钱的企业。在沉重的债务和高额的支出的侵蚀下，这个曾经最有前途的公司大笔大笔的赔钱。仅 1990 年一年，西尔森就报道损失了 9 亿 9 千 6 百万，这是美国中介人公司有史以来最大的一笔损失。情况没有好转。在 1992 年最后一个季度西尔森损失了 1 亿 6 千 6 百万。持续的损失又使公司在信用评估机构降级。

美国运通用过各种方法来解决西尔森的问题。它“动摇了”公司，把美国运通的股份降到了 1988 年拥有股份的 51 %。随后，罗宾逊致力于与西尔森的前任董事长 Sandy Weill 进行谈判，要把经营权卖给 Weill Primerica 公司。谈判中断过两次，最终还是放弃了。在 1990 年，美国运通收回了全部股份，打算向中介公司继续投入资本。

罗宾逊不想带着这个烂摊子离任。西尔森可能是罗宾逊在任时美国运通买下最能代表他在金融多样性中的追求的一个公司。它是罗宾逊整个收购战略的缩影。如果西尔森一直向母公司要钱的话，投反对票者就会对罗宾逊的帝国大厦一直批评下去。相反，如果西尔森能够取得 Merrill Lynch 和 Goldman Sachs 那样的效益的话，“金融超级市场”的建造就会在罗宾逊的功劳簿上记上一笔了。

罗宾逊告诉调查委员会说他愿意领导西尔森。他不仅仅是因为觉得使公司成功是自己的责任，还因为他相信西尔森存在的问题能够凭借他这个投资银行家的经验和他在华尔街至高无上的权利得以解决。确实是这样，这一点小哈罗得克拉克是无法理解的。商业周报沿引了一条贴切消息来形容了这一情况“吉米视公司复兴为己任。他将在西尔森背水一战。”[18]总的说来，罗宾逊做出了一个勇敢的决定。他希望继续担任董事长职务是为了巩固他钦定的继任者即培养人 Harvey Golub 的领导权，同时他也会接管西尔森 Lehman Brothers 公司的日常事务，取代倍受他批评的小哈罗得。这样的一个决议会形成一种别扭的等级制度。作为西尔森的董事长，罗宾逊要向首席执行官 Golub 述职。而 Golub 却要对由罗宾逊主持的董事会负责。罗宾逊和 Golub 都对这种决定表示满意，并且同意分享高层决策机构“首席执行官职务”。

如果调查委员会的其他成员感觉这样的方案让他们不舒服的话，是不会忍太久的。他们决定在 4 天之后的董事会上提出这样一个建议。

罗宾逊通知老克拉克——作为董事会顾问，按规定他是要出席董事局召开的会议的——他

不要来开会了，从而加强了自己的控制权。罗宾逊的下属告诉克拉克由于要在会上讨论他儿子的问题，因此他的出席有失妥当。克拉克被激怒了。他相信他遭排挤只有一个原因：他反对罗宾逊做董事长。

但问题是，董事会不会接受调查委员会的建议呢？毫无疑问，以华纳为首的三四个罗宾逊的对手将会强烈反对罗宾逊继续任董事长和被委任管理西尔森。他们认为，罗宾逊当了16年首席执行官，时间已经不短了，也应该离开了。在这一点上他们决不会让步。

董事会中其他成员对此的反应也很难预测。他们是厌恶罗宾逊闹的满城风雨的权利斗争呢，还是会支持这个把他们推上第一把交椅的人呢？

按照《财富》500强的标准，美国运通董事会有19个人已经是很多了。这些人当中只有3个属于本公司，罗宾逊、Golub和公司的高级顾问Aldo Papone。但是这么多外部董事的存在没能使美国运通免遭“董事会是经理层玩物”的指责。

方圆尽知美国运通的董事会是最没有自主权的。用一位董事的话说就是：“普遍认为董事会完全受吉米的掌控，因为17名外部董事中有15个是他任命的。”[19]

19名常任董事也是如此，美国运通的董事局会议定期有罗宾逊挑选的4名顾问出席。华纳说那些顾问们“参与对话，争论问题，还把自己当成董事会成员提建议。他们惟一不做的就是投票，甚至有时连这一点限制也会忘掉。”[20]克里斯托福·拜伦在《纽约》杂志上写道，“从某种意义上说，罗宾逊就是要创造一个这样的董事会。既然除福劳德和华纳以外，其他董事会成员都是罗宾逊在这些年当中亲手挑选的，那么董事会如何效忠于他就一目了然了：事实也正是如此，美国运通的董事长可以和会议桌上坐在他周围的每一位董事快速达成一致，并能从他们那里得到支持。”[21]美国运通因董事局“盛产名人”而遭抨击。美国往届的国务卿基辛格曾于1984年美国运通任董事。总统福特曾任特邀顾问。

除此之外，1991年，美国运通在基辛格的外事咨询公司花了50万美元的咨询费用。福特得到的还要再多10万美元。

其他董事还由于为西尔森和美国运通提建议而收到了相当可观的咨询费用。华纳评论说这些董事们“在我看来纯粹是生活在罗宾逊庇护之下。”[22]

拜伦描述了一系列使“合作”意味加强的连带关系。福劳德是美国运通董事会的一员，罗宾逊也是福劳德仍在担任董事的布里斯托尔Myers Squibb公司的董事会的一员。另外，在圆桌会议上，罗宾逊经常能无意中碰到Drew Lewis、Frank Popoff和Joseph Williams，这些都是美国运通公司的董事[23]。路易斯曾是美国运输部部长，现在是联合太平洋（Union Pacific）公司的首席执行官。媒体把他称为是罗宾逊继任事务中的最忠实的维护者。罗宾逊不仅仅在联合太平洋公司董事会任职，还任职于薪酬委员会，直接负责制定路易斯的薪水。基辛格也是联合太平洋公司的董事会成员[24]。

另外，还存在着其他内在的连带关系。基辛格和福劳德同时就任于Chase曼哈顿银行的国际咨询委员会。对外关系部的特色不仅仅在于拥有基辛格和福劳德，还在于拥有着罗宾逊和邓肯（Charles Duncan）。基辛格和Beverly Sills是Macy公司的董事会的成员，同时他又和阿姆斯特朗一起供职于战略与国际问题研究中心。拜伦总结说，“这一切相互联系的影响将会形成一种属于‘圈内人公司’的舒服感觉，任何一个已经‘在’这一圈子里的人都不愿意

冒失地就事情争论，以此作为投票方式去来弹劾一位内部董事。”[25]华纳在后面继续写道，“很明显美国运通的大部分董事都掌握在罗宾逊的手中。”[26]董事局在调查委员会做出最终决定以后的第4天，也就是1月25日召开会议。有关他们有可能要做出的决定的消息在周末传到了董事们那里，董事会在周一上午10点钟召开会议的，至此，罗宾逊的对手意识到他们给美国运通带来新的管理的期望破灭了[27]。在会议正式开始以前，华纳请求罗宾逊离会以保证关于他去留问题的讨论公正进行。罗宾逊在路易斯的辩护下，说他也拥有董事会的投票权因而他应该出席。

福劳德宣布了调查委员会的决定：Golub将就任首席执行官，罗宾逊将继续担任董事长的职务，同时从小克拉克手中接管西尔森的最高职务。约瑟夫·威廉姆斯说董事会明显失职，罗宾逊继续任职的决定使董事失去了独立自主性。

这一决定得到了调查委员会一致通过，基辛格对这一举动表示赞同。其他人，包括拜伦和鲍恩在内，都因这一决定的复杂性质而苦恼。他们很高兴Golub当了首席执行官，但是不愿看到罗宾逊仍担任董事长。他们建议把两件事分开处理，但是没能成功。

Golub被带到会议室里进行最后表决，15名董事对调查委员会的决定投了赞成票。3位董事——华纳、威廉姆斯和阿姆斯特朗——投了反对票。鲍恩弃权，因为他支持Golub，但是反对罗宾逊。华纳由于强烈反对这一结果而立即宣布辞职。“我努力的去作战了，”他告诉一位报刊作家，“但是我输了。”[28]第2天另外两位董事辞职。

一位董事向华盛顿邮报表示，那些被迫作罢的政变低估了罗宾逊的能力：“我们太轻敌了。我们将情况估计的对我们太有利了，以至于在罗宾逊不断地游说董事会其他成员的时候我们根本没在意。他就这样打败了我们。”[29]还有拜伦引用的一段原文，说“整件事当中，每个人都没注意到其实吉姆的工作就没有出现过任何危机。”[30]还有一段“10月份没有一个董事愿意支持Harvey。但是到了1月份，他们愿意支持了。他们进行了一场组织的非常非常好的运动，一场公关运动，其中由Harvey主持了和主要董事的晚餐会。我发现，其他董事也发现了，我们被罗宾逊耍了。他完全控制了一切。”[31]

罗宾逊对这一指控表态说：“进行这一运动是为了确保董事们知道我们当前的计划和Harvey对这一计划的掌握情况……如果这是一场PR运动的话，我愿意承担一切责任。”[32]

新的管理结构可能是得到了董事会的批准的，但是与市场不相适应。“美国运通与投资者共遇难关”华尔街日报报道说。新闻登出的第2天，美国运通的股票在正常的5倍交易中跌了5个百分点。第一个交易日股票价格收盘价下降1.25美元到了23.87美元，公司的市场价值两天之内减少了8亿3千5百万。

不满产生的原因是人们认为美国运通急需战略上的彻底转变，而罗宾逊的“反政变”意味着这种转变根本不可能实现。Gerard Klauer Mattison公司的分析家Wilson Davis对华尔街日报说：“轻敌和自我陶醉超过了股东的利益。罗宾逊先生犯了极大的错误。有罗宾逊在公司里，市盈率的结果是多少是无足轻重的。他关心的是公司发展的周期。”[33]观察家根本不相信公司的整顿会让罗宾逊丧失很多权利。确实，一些人认为罗宾逊通过接手西尔森的日常事务提高了自己的影响。“美国运通里都是一些好奇的人。”商业周报标题登载。“刚刚做出的对权利的限定看起来是各有各的意图。”一张图片与这篇报导相配，图里显示了在新的管理结构下

Golub 和罗宾逊如何相互述职，图外问道：到底听谁的？[34]

其他一些投资者批评董事会没有在自己的立场上对罗宾逊继续进行挑战。Paul Ehrlichman，白兰地资产管理的合伙人，对华尔街日报说他的集团打算卖掉在美国运通价值上百万的股份。“这让人非常失望，”他说，“当你看到公司政治胜过股东时，你会再一次想到在忽视股东和控制公司方面罗宾逊先生确实无与伦比。”[35]以同样的口吻，《经济学家》登载了一副漫画，画上罗宾逊把董事会缠在了小手指上。“这简直无法想象。”美国运通的最大的社会机构投资者之一对拜伦说，“想想看，公司的董事会是多么没有权利吧！本来罗宾逊听到的是整条华尔街要求他下台的呼声，可是忽然间就变成了整个董事会的成员在说他到底还是不走了——甚至还希望投资者们就当作什么都没发生。”[36]

公司内部也同样存在着麻烦。公布结果的第2天，罗宾逊对大约400名西尔森的部门经理发表了讲话。大家并不怎么欢迎他的到来。“接待是冷冰冰的，”一名列席者对华尔街日报说。另有报导说罗宾逊看到听众发出了不友好的信号便提前走出了会议大厅。华尔街日报还报导说Lehman Brothers的银行家抱怨争取客户已经变得越来越难了，因为罗宾逊使公司的可信度遭到了怀疑[37]。华盛顿邮报描述了1月28日的另一次会议，会上罗宾逊与公司的行政人员讨论了他的一些关于西尔森的想法。据可靠消息说，西尔森的一个经理威胁说要揍罗宾逊，然后就冲出了会议室，在一片混乱中会议只得结束[38]。

与此同时，Golub自己的会议也艰难的进行着。1月28日，他和12名美国运通最大的社会机构投资者出席了早餐会。股东们对Golub关于未来的计划并不感兴趣——他们只是想知道罗宾逊是如何拿到，甚至增强的他的全力。投资者大部分支持Golub任首席执行官的职务；正是由于罗宾逊上下皆掌权才让人怀疑到底有多少权利是Golub能够行使的。一个重新打造美国运通全新战略的计划，看来是实行不了的。

在一片前所未有的忧虑中，哪怕是平时最不活跃的华尔街基金也显示了他们的不满。一些基金，例如联盟资本管理基金、Putnam管理基金和摩根（J.P.Morgan）投资管理基金指出了美国运通在公布结果后股票价值的下跌，也传达了对于罗宾逊在公司继续任职的保留意见。

在调查委员会做出决定后的仅仅一周多时间里，万国宝通银行的价值就下跌了13个百分点，这很清楚的告诉了董事会成员有更多的事要做。罗宾逊的“反政变”将破坏公司的市场，损害公司宝贵的声誉，还会摧毁员工的士气。3位来自不同的董事委员会的高级董事聚集在一起商讨到底怎么办。随后，福劳德告诉Golub，罗宾逊应该考虑退位了。然后Golub与罗宾逊和Joe Flom边吃饭边讨论了这件事。Golub暗示为了公司好，罗宾逊应该退位。在接受华盛顿邮报的采访时，罗宾逊仍然说他还没决定离开。他考虑放弃董事长的职务，但是要继续留任西尔森的首席执行官，这一想法遭到了Golub的贬斥。从周4晚上到周5，罗宾逊一直在踌躇：“我在脑海里思前想后地考虑怎么做才能对Harvey和公司最有帮助，”他对一名记者如是说。一个与罗宾逊关系密切的可靠消息对华盛顿邮报说：“吉米的情绪时好时坏，有时候悲伤又疯狂，有时候又平和而现实。”[39]

终于，在1月29日，罗宾逊最终表明他将让贤。他将从美国运通全面退出。在陈述中他否认来自董事会的压力使他辞职：“发生的一系列事情让我得出的结论是，是到了该决定Har-

vey 到底是不是老板的时候了；所以我决定离开，远走他乡。”[40]

罗宾逊的退出给了美国运通一个机会来委任一位非行政董事长，采取这种措施是为了减轻公司最大的股东的不满程度。福劳德当选了。因为留意到他能勇敢的回到 Squibb 公司，观察者们相信福劳德也能有力地为美国运通制定出明确的发展策略。“公司的工作”，一位摩根·斯坦利的分析家向华尔街日报解释说，“变得有一点混乱。工作应该明确一点。也许像福劳德这样有才干的人能做到。”[41]

但是董事会里面的某些人仍对罗宾逊遭弹劾耿耿于怀。在一次委任福劳德为董事长的董事会电话会议上，有人一再提议撤销罗宾逊的辞呈，因为他是被外部董事排挤出去的。正如华纳所说的，“外部董事只是碰巧成了股东而已。”[42]提议并没有表决。

美国运通的股票在罗宾逊辞职后即福劳德上任后的两个交易日内上涨了 1.37 美元。

1993 年年末，华纳被国家企业董事联盟评为“最佳董事”。华纳把他从美国运通得到的教训告诉大家：

> 董事会的规模意义并不重大。美国运通的董事会 19 人，另外还有 4 名顾问。这么大的一个董事会，我想，一来不好控制，二来不能使每个人自由发言。
>
> 要想抨击一位在位已久且任命了绝大部分董事会成员的首席执行官，难之又难。
>
> 在分裂的董事会中持异议的一小部分董事，没有足够的能力来对抗一个决意坚持，并且可以接近整个公司公共关系部的首席执行官。
>
> 很重要的一点是，你所拥有的董事应该不仅仅是独立的，还应该能分辨出两种公司的差别，这两种公司一种是遇到了难关，但是正在抓住合理的能够成功的机会来度过的；另一种是已经遇到了不仅严重而且危害潜力巨大的麻烦，并且因经营状况不佳而受到了股东、媒体和分析家抨击的。
>
> 不能区分这两种状况的董事通常都会去讨好那些遭受攻击的首席执行官，而不是代表股东的利益。我觉得这就是罗宾逊先生的问题，同时美国运通大部分董事的问题[43]。

这个案例在董事会和经理层的关系上能给你什么启发呢？

“最终分析的结果是董事长要求董事会是什么样，董事会就会发展成为什么样。”（Hugh Parker）你同意这种说法吗？

在接受华盛顿邮报采访时，罗宾逊评论了华纳对罗宾逊的领导能力的谴责性控告。“华纳列出这一切的时候，我被逗乐了。”他说，“因为这些都是他参与制定的。”[44]我们应该把长期的经营欠佳归罪于谁呢，是经理层还是董事会？华纳是不是应该早动手呢？他能做到吗？

大部分股东都是在董事会选罗宾逊继续做董事长之后才表现出对他的不满。他们是不是应该早一些表态呢？

将社会抚恤金和其他社会机构投资作比较。他们在哪里不同？为什么不同？

1993 年，在年度会议上，股东重新选举了董事会，他们行政职能的调整早在 5 个月前就被这些股东否决了。这能在董事会的最终作用方面给你什么启发呢？它告诉了你董事会对股东负有什么责任？选举过程有多重要？

注　释

① 约翰·梅汉（ John Mehan ）和乔恩·弗里德曼（ Joh Friedman ），《破灭的幻影》，载《商业周刊》，1990年3月19日， 109 ~ 113页。

② 布赖恩·巴勒(Bryan Burrough),《宿怨》,哈珀－柯林斯(Harper Collins)出版社,纽约,1992年,75页。

③ 本书作者之一的罗伯特·A.G.·蒙克斯（ Robert A.G.Monks ），曾在波士顿公司被美国万通信用卡公司收购期间担任该公司的主席。他能证明罗宾逊的能力与诚实。

④ 罗伯特·斯莱特（ Robert Slater ），《接管巨人》（ Prentice-Hall出版社,英格伍德崖,新泽西州,1987年），156页。

⑤ 巴勒，同②， 74页。

⑥ 同⑤， 103页。

⑦ 布赖恩·巴勒与约翰·希利亚尔，《门口的野蛮人》（ Harper & Row出版社，纽约， 1990年）。

⑧ 布雷特·D.·弗罗姆森（ Brett D. Fromson ），《美国运通信用卡：政变剖析》，《华盛顿邮报》，1993年2月11日， A1页。

⑨ 同⑧。

⑩ 比尔·萨波里托（ Bill Saporito ），《推翻詹姆斯三世》，《财富》， 1993年1月11日， 42页。

⑪ 弗罗姆森，同⑧， A1页。

⑫ 史蒂文·利平（ Steven Liptin ），彼得·帕（ Peter Pae ）与佛瑞德·R.·布利克利（ Fred R. Bleakley ），《罗宾逊从美国运通信用卡辞职，董事会对丹尼斯施加压力》，《华尔街杂志》， 1992年12月7日， A3页。

⑬ 同⑫。

⑭ 同⑫。

⑮ 佛瑞德·R.·布利克利（ Fred R. Bleakley ），《美国运通信用卡外部人盈利调查》，《华尔街杂志》，1993年1月18日， A3页。

⑯ 同⑮。

⑰ 社论，《没我别离家》，《经济学家》， 1993年1月30日， 67页。

⑱ 利亚·内森·斯皮雷（ Leah Nathan Spire ），《美国证券交易委员会的好奇者与好奇者》，《商业周刊》，1993年2月4日， 109页。

⑲ 弗罗姆森，同⑧， A1页。

⑳ 罗利·沃纳（ Raw leigh Warner ），《“一贯正确”——来自一位退休董事的观察》，《商业周刊》， 17, 12， 1993年12月， 1页。

㉑ 克里斯多佛·拜伦（ Christopher Byron ），《纸上谈兵》，《纽约》， 1993年12月15日， 28页。

㉒ 沃纳,同⑳， 1页。

㉓ 拜伦，同㉑， 28页。

㉔ 同㉓。

㉕ 同㉔。

㉖ 罗利·沃纳，《一个领头的董事……实践》，在“首席执行官与董事会的关系：面向共同之处”会议上的发言，此次会议由布兹、艾伦 & 汉密尔顿（ Booz， Allen & Hamilton ）主办， J.L.凯洛格管理研究生院，以及斯宾塞、斯图尔特，西北大学， 1993年4月28日 ~ 29日。

㉗ 弗罗姆森，同⑧。

㉘ 史蒂文·利平，《驱逐董事会主席失败　美国运通信用卡三名董事辞职》，《华尔街杂志》， 1993年

1月28日，B8页。

㉙ 弗罗姆森，同⑧。

㉚ 拜伦，同⑳。

㉛ 同㉚。

㉝ 史蒂文·利平与克雷格·托雷斯（Craig Torres），《美国运通信用卡列队与投资者共创新路》，《华尔街杂志》，1993年1月27日，C1页。

㉞ 斯皮雷，同⑱，109页。

㉟ 利平与托雷斯，同㉝。

㊱ 拜伦，同⑳。

㊲ 佛瑞德·R.·布利克利，彼得·帕和迈克尔·西科诺尔菲（Michael Siconolfi），《罗宾逊离开美国运通信用卡》，《华尔街杂志》，1993年2月1日，A3页。

㊳ 弗罗姆森，同⑧。

㊴ 同㊳。

㊵ 布利克利，帕和西科诺尔菲，同㊲。

㊶ 彼得·帕和迈克尔·沃尔德霍尔兹（Michael Waldholz），《弗劳德有望在美国运通信用卡策略部门中扮演关键角色》，《华尔街杂志》，1993年2月31日，B10页。

㊷ 沃纳，同⑳，1页。

㊸ 同㊷。

㊹ 弗罗姆森，同⑧。

时代华纳

在早期的商业收购案例中，法庭列出的那些董事会对股东要负的责任在时代华纳合并案中似乎都倒了过来，这可能是美国商业历史上最大的一宗涉及侵犯股东权利的案件。特拉华州法庭之所以认为时代公司的董事重新制定与华纳公司的既定商业合作计划是合法的，就是为了使股东免受判决侵扰。

事情的来龙去脉是这样的：时代公司和华纳娱乐公司本来商定进行换股合并。合并之后，时代公司的股东将有权投票决定是否用时代公司的股票换取每股价值125美元的合并后发行的新股。这时派拉蒙公司出现了，并以每股175美元竞标收购时代的股票，随后又涨到每股200美元。据评论家说，派拉蒙公司还准备把这个数额进一步提高到每股225美元。时代公司和华纳公司担心股东可能会因此而不支持他们的合并，便修改了他们的计划，也就不再需要股东的批准了。这场争辩被搬上特拉华州最高法院，经审查，法庭认为时代公司和华纳公司起初确实有意进行合并，并做出裁决认为既然已经商讨了两年多的时间，就应当把它继续进行下去，即使在很短的时间内就做了修改，甚至还要做一些合理合法的变通。

在衡量那些可以被看作是防御性的策略的时候，法庭考虑到了一些因素，而更改合同这种做法在程序上与这些因素相符，但在本质上与之不符。考虑到董事们的动机来判定采取这种行动是否得当倒是说得过去，这样一来就可以得到更多商业审判规则的保护。但是如果仅仅因为它策划的时间长就一定要实施的话就不合适了。第一点，他没有义务一定要对派拉蒙公司无法

预测的出价做出回应；第二点，每一次董事会上，那些律师大声宣读各种可行的防卫措施和商业合作，只是为了确定它们作为被考虑对象而记录在案，却完全不管这种考虑是否有意义，这么做反而让董事们心猿意马。

时代公司和派拉蒙公司之间的案子提出了一个很清楚的问题。法庭是这么陈述的：时代公司的董事会既然打算通过与华纳公司合并来实现自己向全球扩展业务的战略，那么他们是不是出于委托责任而要放弃这一计划并且把公司的未来交给股东呢？[①] 特拉华州法庭给出了否定回答，这一结果应该在这样一个前提下来看待，那就是用200美元的现金出价和一年多以后，也就是1990年8月23日的开盘价76.875美元作比较。当本书的作者写信反对这笔交易时（参见本书第302页）时代公司的一位外部董事迈克尔·丁曼做出了回答。蒙克斯质问丁曼，在这笔交易中，股东的补偿金起了非常重要的作用，而经理们却被赋予这么广泛的决定权，他就不觉得哪里不对吗。迈克尔的回答非常直接：坦率的讲，我相信时代公司的董事为了避免股东陷入恐慌已经做出了极大的努力。在这起收购诉讼案中，大量推断股票长期价值的各种预测性的金融数据被用到了法庭上。华纳为时代公司的股票估价每股125美元，而派拉蒙公司出价每股200美元。纵然时代华纳精于管理，可是股东们手持可以自由投资的200美元现金总好过在时代华纳公司拥有125美元投资吧。任何一个讲求实际的人都不会不顾这样一个简单的事实，那就是，多了60%的起步资金无疑会赚更多的钱。这就暗示我们这场官司并不是钱的问题，同时也暗示着特拉华州法庭在解决这场争端时没有把所有者价值看作高于一切。

那么合并后股东们得到了什么呢？作为贝斯兄弟公司（Bass Brother）的特邀法律顾问迈克尔·克莱因辩护说："当股票市场出现了25%到30%的溢价时，为什么法律制度还要站出来剥夺股东和慈善机构获得股息的机会呢？对本案不利的是时代公司的董事会这一机构操纵避免股东参与选举。"[②] 在Moran对家喻户晓的国际案例中，经理层精心地进行了交易以避免寻求股东的支持。现在要讨论的问题不仅仅是两个收购案之间的差别，而是这笔交易的本质。时代公司设想着，这笔交易带来的资本将会使他成为一个遍及全球的强有力的竞争者。正如特拉华州最高法院所说：

> 时代公司的代表向美国参议院和美国总统表达了对无负债的赞美之情。公众对宣布合并的态度也是积极的。时代华纳将会成为国际范围内的传播业的巨头[③]。
>
> 然而，继派拉蒙公司给出175美元的股价之后，"时代公司的一小部分董事担心持有时代公司股票的股东看不到与华纳公司合并所带来的长远利益。时代公司的大量股权掌握在社会投资者手中。董事会担心的是，即便华纳公司事件获得了广泛的支持，对这些投资者来说，派拉蒙公司的现金补贴也仍极具诱惑。6月中旬，时代公司请求纽约证券交易所网开一面，允许时代华纳的合并活动在没有股东批准的情况下继续进行。在华纳公司的坚持下，时代公司确实这样做了。然而纽约证券交易所拒绝了时代公司的请求……"[④]

此计不成，"时代公司的董事会决定把与华纳公司的合并改为直截了当的现金和证券收购……以便为公开收购华纳公司提供所需的资金，时代公司承担了70亿到100亿的债务，因而从最初的合并协议上剔除了一项很主要的与拍卖有关的利润。"[⑤] 这个为了平衡杠杆利率而改变侥幸存活着的公司资本结构的决定几天就拟好了，看起来也为了减少整个交易过程的沸沸谣言。

然而，比起让 Ross 先生定一个退休日期的谈判，时代公司与华纳公司合并的谈判就不算什么了。谈判中断了几个月，直至有人劝说罗斯（ Ross ）先生“为自己的位置重新估个价，再定个日子退居二线做首席执行官的副手”[6]。协议最终达成，罗斯将于合并后的第 6 年退休，届时 Nicholas 将作为时代华纳公司的唯一首席执行官（股东和董事会选举经理层的历史到此为止）。这一决定的“其他方面谈的很顺利”[7]。尽管有证据显示补偿金和继承权的重要性（交易中这些部分得以保留，而其他部分已被完全更改了），可是不知为什么，艾伦判断说“在这个关头，说这种担心会使董事会放弃或忽略为公司和股东争取最大化的长远利益的职责，是缺乏根据的。”他所关心的“企业文化”问题看起来只是集中到了补偿金上。

公司及其债券是由两部分组成的有机整体——业务和资本化。一家股份制的遍及全球的娱乐业巨头和一家负债公司是相差十万八千里的。法庭作判决的根据是关于业务的长期计划，而会忽略为实现资本化而做的改变，这就暗示了特拉华州法庭支持经理层的任何行为，即使是为一己私利。“最终，我们发现尽管由于派拉蒙公司的恶意企图，时代公司被迫拉下巨额债务来收购华纳公司，但是单单这样一个事实并不能说明时代公司董事会的决定是不合理的，只要董事们能够合理看待债务负担，明白这并不会危及公司的福利。”[8]对股东重要性的忽视很少能被如此清楚地提出来。为什么还自称有股东权利的存在呢？

在下一级法院的判决中，首席法官用双重否定陈述了自己的立场：可能没有一个案子中法律把这种对一个明摆着的（一时找不到合适的词）、有特色的、有意义的“企业文化”的蓄意威胁合法化过。这种说法无法说服我。“企业文化”得到法律的认可的例子当然是存在的。这个例子就存在于“企业文化”带给股东的价值里。时代公司的股东希望公司从中获益，无论是单独，还是与其他公司有效协同。但是对于时代公司而言，很难宣称他们的文化和编制的独立性不可能受到派拉蒙公司的保护，因为他们甚至都没和派拉蒙公司当面讨论过这个问题。

艾伦大法官说“在不损害股东利益的前提下，董事们坚持一种理论，那就是从某种意义上来说股评是错误的”但是如果他们基于事实的话，也就只能在理论上作作文章了。让他们向股东证明他们能做的更好吧。如果连这个都做不到，我们将放弃一切市场调研，支持“专家意见”，由经理层出钱，通常会带来“成功因素”。对于 1993 年为时代华纳股票估价 208 美元到402 美元，连艾伦大法官也感到很害怕，他称之为“（那是）得克萨斯人感到天伦之乐的（股价）范围。”[9]

2001 年，时代华纳与美国在线（ AOL ）合并，这家公司在时代华纳与派拉蒙进行战斗时几乎都不存在了。两家原有的经济公司的合并无论产生什么样的协同作用，他们为股东创造的价值都被一家新生在线公司比了下去。

对于法庭屈从于经理层的价值判断有没有一个不掺杂欺骗与腐败的限制呢？有没有一个标准可以用来衡量法庭干涉的力度，甚至要求法庭给予干涉？

法庭非常不愿把自己卷入对企业经理层的事后评价是可以理解的，甚至也可以说是有理由的。但是这样做的结果就是剥夺了股东对时代公司与华纳公司合并事件的表决权，同时也剥夺了他们可以以一个双方满意的价格将自己的股票卖给一个自愿的买主的权利。

时代公司的董事会没有客观独立地发挥他们协调股东利益这一至关重要的作用，而他们对股东具有不可推卸的委托责任。法庭对此说法没有提出异议。正如迈克尔·克莱因所指出的：时代华纳的决定从理论上容许了公司“最大限度避免风险，然后就可以巧妙的不给股东任何转换的余地。时代华纳的董事甚至根本不需要面对，不需要衡量其他公司，也不需要与他们作比较。”[19]当股东与董事会之间出现利益冲突时，动辄就按照“Revlon模式”（也就是要求董事主持拍卖）来解决，因为这才是事情的关键所在，而非是否把公司卖掉那些严肃的概念。在这一点上，董事会必须退一步对其他公司进行合理的估计，以决定哪一家公司会给股东带来最丰厚的长期回报。

3年间，派拉蒙公司转移目标，可还是在特拉华法庭打输了官司。这一次，在Martin S·戴维斯领导下，派拉蒙公司想要与另一个竞标者同时争取一起商业合作。派拉蒙是一家娱乐业的制作和发行公司，业务内容包括电影、唱片、电视节目，还有书刊，他同意与之合作的公司名叫Viacom，主要经营类如MTV和Nickeledeon的电缆通讯网业务。Viacom公司由Sumner M. Redstone掌管。与此同时，有一家叫QVC的公司，由Barry Diller经营，为家庭电视购物有线频道提供零售服务，打算收购派拉蒙公司。

在公布兼并的时候，Redstone和戴维斯明确表示派拉蒙公司只会卖给Viacom，其他竞标者一概不受欢迎。Redstone召集了QVC的大股东，Diller和John Malone，设法劝导他们推出竞标。为此，派拉蒙与Viacom公司专门在协议中制定一些使其他竞标者退缩的条款。其中一条是，如果由于某些原因使得交易不能进行，那么应该付给Viacom公司100 000 000美元的“违约金”。还有一条是期权协议，按照这一协议，Viacom公司将有权以每股1美元现金收购派拉蒙公司的19.9%的股票和用7年的附加期票（subordinated notes）购买余下的80.1%。这两款协议一旦实现，将对派拉蒙公司的价值产生巨大的不利影响。

特拉华州衡平法院将QVC公司的行为视为预发禁制令（preliminary injunction），并交还给董事会自行解决。特拉华州最高法院意见与之一致。二者都发现，巨大的差别使法庭不可能像在时代华纳案件中那样按照商业审判规则办事。特拉华州法庭对董事会在冒险的基础上做出的决定进行了不同程度的详细审查。法庭之所以要进行更严格的重新审查，一个重要原因就是派拉蒙和Viacom之间的交易是改变控股权，但不是从派拉蒙的董事会转向Viacom的董事会，而是从派拉蒙的外部董事转向内部董事会。失去掌控权的集团，有权控制溢价。正好Viacom交易有这样一个溢价，但相对QVC出的价低了一点。

时代公司成功的阻碍了它竞标，派拉蒙公司极力声明说与Viacom公司的合并后将实行一套业已存在的策略，并对长期股票持有者提供更高的价格，也将为公司带来最佳长远利益；因而就不需要放弃这些回报来换取短期利益。衡平法院说，“现在还不能确定是否有能力维护股东的资产利益，他们本不愿意依赖董事来维护这一利益。在这样一种情况下，出于公平与法律的要求，董事会的行为将作为进一步法庭审查的主题……”。

审查过程中，法庭发现董事们并没有得到充足的信息。法庭说董事会应该根据“大量的可靠的证据”来做决定。不一定非进行拍卖或者市场调查，但是应该有像这些行为所取得的一样可靠的证据。法庭说明，“即使董事会不是有意妨碍竞标（意指使用锁定和期权条款），也不能用这种残酷的手段来出让选择权……”

罗伯特·蒙克斯和时代公司的董事迈克·丁曼之间的通信

1989年7月21日

尊敬的股东：

在特拉华州的大法官威廉·艾伦（William Allen）做出的允许时代与华纳合并的决定中，不仅仅损失了森林所需的树木，他还损失了森林所需的树皮。

特拉华州法庭准备对他上周5签署的决定提出的异议进行听证，我们想向你们说明一下我们对这件事情的看法。我们认为艾伦大法官忽略了一个中心问题，那就是：我们能否认为这样一笔交易为正当，它通过维护董事会的雇用和赔偿从而带给他们利益冲突，并剥夺了股东表达观点的机会？

正如您所知道的，时代公司和华纳公司的谈判结果是进行换股合并，合并后时代公司的股东将获得每股价值125美元的新股。派拉蒙公司介入了这一局面，以每股175美元现金报价收购华纳的股票，后来又涨到每股200美元。时代和华纳考虑到股东可能不会支持他们的合并，便修订了这笔交易，从而不再需要得到股东的批准。这一修改也意味着新公司及其股东将背上沉重的债务负担，至少有7 000 000 000美元，甚至要10 000 000 000美元。上报的收入基本上都除去，因为9 000 000 000美元的人情交易都还要被分期偿还出去。股票交易是要经过产业分析和财政分析的。这笔债务只经过了产业分析，而对于这笔交易就再没有进行财政分析。

这就是说时代公司的董事会：（1）计划并实施了一个计划，即每股低于市场股票定价50～70美元；（2）拒绝与派拉蒙公司讨论其出价；（3）彻底更改了交易内容中支持原始合并意向的，或被考虑或被摒弃了的条款，只是为了阻止股东涉足。他们全然不顾股东的权利，后来他们锁定管理公司的继任者名单进一步证明了这一点。这是股东最重要的权利之一，而这所有不合理的行为都被艾伦大法官批准了。

他还总结说既然合并议案已经讨论了两年，就应该继续进行下去。但是他允许继续进行的这笔交易已经不是最初商定的那笔了；而是被放弃的那笔，现在又极快地修改了专门对付派拉蒙公司。此外，最初那笔交易完全没有考虑派拉蒙公司的出价。董事会至少应该想一想为什么这笔出价比他们合并敲定的股价高如此之多。艾伦大法官用了一大串双重否定说：可能没有一个案子中法律把这种对一个明摆着的（一时找不到合适的词）、有特色的、有意义的“企业文化”的蓄意威胁合法化过。这种说法无法说服我。事实证明时代公司的董事会要维护的不是企业文化，而是他们与华纳公司商定出来对他们极其有利的职权和补贴金阴谋。艾伦大法官注意到“时代文化”关心的是制定时代公司行政人员补偿金的问题，不止这样，他们还获得了更高的报酬，虽然还是同一个基础，但没有按照华纳公司的程序进行修改。

时代公司的董事会没有客观独立地发挥他们协调股东利益这一至关重要的作用，而他们对股东具有不可推卸的委托责任。法庭对此说法没有提出异议。这场官司和管理层收购提上法庭的官司有相同之处，都是利益冲突问题。当股东与董事会之间出现利益冲突时，动辄就按照“Revlon模式”（也就是要求董事主持拍卖）来解决，因为这才是事情的关键所在，而非是否把公司卖掉那些严肃的概念。在这一点上，董事会必须退一步对其他公司进行合理的估计，以决定哪一家公司会给股东带来最丰厚的长远利益。

考虑到其他公司将会给董事会的职权和补偿金带来广泛的影响，当遇到让他们不能维护股东权益的利益冲突时，决定应交由股东们来做，这是法庭忽视了的一个重要问题。我们希望最

高法院能够修正这一决定。如果不这样做的话，股东们可以选择其他法院上诉，抑或在特拉华州，抑或在联邦范围内，为尊重股东利益起见，也可以运用他们的股权在更加尊重股东利益的前提下，把他们在各州的公司进行重组。

我们还会再给您写信。这期间，如果您有何问题或者看法，请打电话联系我们。

您诚挚的

R.A.G. 蒙克斯

1989 年 8 月 15 日

尊敬的鲍勃：

你在 7 月 21 日的来信引起了我的注意。

如你所知，我在涉及到股东利益的问题上持相信与支持的态度，并且你的看法有很多我都同意。事实上，打 Santa Fe 这样的官司，人们认为我是反对毒丸和管理层收购策略的人。但是在时代华纳合并的问题上我们意见有分歧。总的来说，我觉得你的观点有些片面，而且有偏差。

派拉蒙公司出的价格，无论是每股 175 美元还是每股 200 美元，相对高附加条件来说都不只是低的可笑，还更具有完全的讽刺意味。在这过程中，戴维斯先生（派拉蒙传播公司的董事会主席兼首席执行官）有两个动机。第一个是战术上的。他妄图颠覆时代公司精心策划的与华纳公司的合并，从而达到打败或者削弱竞争者的目的，因为时代公司使派拉蒙这一新组建的传媒娱乐公司相形见绌。第二个则是投机了。如果他的公共关系战打胜了的话，戴维斯先生就可以找机会引起董事会的恐慌，好让他顺理成章的选择时代公司。

可惜他不走运。派拉蒙公司董事会可以批准以仁慈的价格收购时代公司，而我们不同，我们的决定不能只有公司高层参与制定，这不是时代公司董事会的工作方法。我们已经花了两年多的时间对与华纳公司合并的问题进行考察，也考虑到了要花很长时间还清对股东的债务，同时还涉及到公司发展和资金周转的问题。

媒体对派拉蒙公司的仁慈价格做了相关报道，普遍一致的论调是，时代公司的董事会包括 8 位“倔强”的外部董事，无论男女一概不愿按照时代公司的管理或者戴维斯先生的指示行事。至少在这一点上，媒体的目的就是赚钱。

我参加了董事会的讨论，从而亲眼见证了其他 7 位外部董事的严格的相互独立性。在谈判桌上他们自行其事，提出各种难以解答的问题，毫不感情用事的考虑派拉蒙的出价。最终，我们所有人都毫无疑义的对继续进行时代和华纳的交易投赞成票。

对这样的决定我丝毫不后悔。一点也没有。我们创造了世界上最强大也可能最赚钱的娱乐公司。就算戴维斯先生成功的改变了最初交易的条款，他的言行也不会改变交易的本质。这笔交易仍然是戏剧般抬高时代公司股票的契机。

恕我直言，你们指责我和其他外部董事有股份争夺，我不会觉得难堪，而是感到非常滑稽可笑。没有人——即使是派拉蒙公司的律师也没有——这样认为过。而事实上，如果你当真认为我是担心自己在时代公司的董事“职务”，或者是以任何方式惦记与之俱来的补偿金的话，那么恐怕是你没有理解理性的辩论。

时代华纳合并的问题很快就会成定局，经理层也一起向着既定目标前进。不管那些投资者在给派拉蒙公司下注时会遭受什么样的投机损失，我都确实希望你们能够对这个新上市公司的股票进行诚实的估价。

我坚信，最终肯定是和当年在迪士尼公司的 Saul Steinberg 被迫以单股 19.25 美元支付绿票讹诈的做法相类似。迈克尔·Eisner 和他的管理层离开了 Martin 戴维斯和派拉蒙公司，为迪士尼公司注入了全新的活力与管理。有时候你可能想搞清楚为什么 Eisner 和其他一些富有创造力的经理们离开了派拉蒙公司，但有一件事已经是不争的事实：他们使公司得到了新生。Disney 公司的股票现在已经卖到了每股 120 美元。

事实证明，Dick Munro 、Steve Ross 和 Nick Nicholas 已经吸引到而且留住了娱乐界最棒的人才。他们告诉世人他们能够为股东创造实际价值，而现在与派拉蒙公司之间的战斗已经结束，他们自己的新公司将获得极大的成功。

我并不是想把时代华纳公司的交易说得过于简单化。这是一笔很棘手的错综复杂的交易。另外在我看来，新闻媒体如此不负责任地掩盖了复杂的事实与问题，我当然不会怪你和你的同事对此感到迷惑，更不会怪那些小股东了。

坦率的讲，我相信时代公司的董事为了避免股东陷入恐慌已经做出了极大的努力。除了少数一部分大股东，如资本研究公司（ Capital Research ）——他们知道有风险才能赚大钱并坚持这么认为——他们不需要董事会做什么。

我希望以后能有机会见到你们并在纵深方向继续讨论这个问题，而现在我觉得还是有必要说明我对你的来信的一些意见。

您诚挚的

迈克·丁曼

1989 年 8 月 23 日

尊敬的迈克：

我曾为您致信提到艾伦大法官对时代华纳的判决，这一判决后来又经特拉华州最高法院认可。您在 8 月 15 日在回信中为我做出了详尽的说明，对此我表示十分赞赏。尽管您说我的看法“有些片面，而且有些偏差”，但是我想我们之间更多的是相同的意见。您的很多观点我都可以同意，而且始终认为法庭（及时代公司的董事会）忽视股东的权利是错误的。而且我猜想，我们二者的立场会引发同一个结论，甚至同一种解决方法。

我同意你所说的公司的董事会有权实现公司的合并；然而首先要承认在这种情况下，最高经理层中确实存在着明显的利益冲突。纵然这样做会给外部董事强加负担，但是我觉得没有其他办法来继续这一合并过程。理由嘛，是因为同一家特拉华法庭要求我们负责整个“拍卖”过程。外部董事的一个主要的优点就是他们能够对这一过程提出一些客观的评价与批评（我同意你对时代公司董事会特征的形容。的确是这样，我也常常说你对此事的涉足强有力的证明了这个问题是机制的问题而不是个人问题）。

这就是我们意见有分歧的地方。在我认为，“内部董事”和“外部董事”有着极大的不同。时代公司的董事会在操纵合并（收购）问题的谈判上，对“内部董事”的参与没加任何限制。而“外部董事”只能勉强同意和支持由“内部人员”做出的决定——我并非“没有理解理性的辩论”——这就是我为什么说董事会内部有利益冲突的原因。

公司重组无非就是谁得到多少的问题。这没有一个客观的标准——没有摩西十诫——来限定应该分给其他公司选民多少股份，多少管理权，或者总收入当中的多大一部分。拿时代公司的案子来说，既然什么时候把钱分给主要的行政人员并非不重要，那么限制一下他们谈判中的

权利不失为一个好办法。应该有人站出来主宰股东的命运吗？那些最大的个股持有者应该继续挑选并指点职业顾问从而让董事会得到信息吗？我看在这笔交易中，职务最高的人得到了最多的钱，无论是不是为公司和股东的长远利益考虑，而对股东来讲真正意义上的长远利益是自己的利益，而不是那些促成交易的股民的利益。

让我们来简单地看一下这笔交易。按照纽约证券交易所的规定，时代公司最初的策划案是需要得到股东的批准的，而修改后的就不需要了，这么做的话，对股东就不利了，因为让他们背上了债务负担。这是极具讽刺意味的。时代公司重新策划了对股东更加不利的合并方案，轻而易举的就使股东失去了选择权，而股东也无法再得到这种权利。

法庭死死抓住了一个事实不放，那就是与华纳公司的谈判进行了两年多的时间。可是，为了抵抗派拉蒙公司的收购企图，只好对这个马上就要实行的合作计划在几天内进行了修改，修改了那些两年来深思熟虑过的或被接受或被放弃了的条款，也修改了那些让公司欠下巨额债务的条款。记录表明补偿金和高层领导继任者的问题是最惹人争论的问题（其实也是唯一惹人争论的问题），可是这一事实并没有引起法庭意识到修改合作条款的首要原因可能就是为了个人利益，可它确实引起了我的注意。

你说得很对，时代公司和华纳公司的合并要比与派拉蒙公司合并更有意义。问题是由谁来做决定。你暗示说不能是股东，因为他们消息不灵通而且见识短浅。而我认为不能让那些行为不负责任的高层来做决定，因为他们之间有根本利益之争。我对管理层收购的态度也是如此。因为有信息不对称的存在。在这种条件下，时代公司的董事会拥有了所有的权利。

我认为社会上的股民在那种社会环境中也难免眼光短浅。如果他们能够在短期收到回报，他们就会再另找地方把这笔钱投进去，这确实是个问题。再者，大部分社会机构把钱投在了成千上万的公司中，手中掌握着各种不同的证券。我们的很多股民都不仅仅在时代公司投资，也在华纳和派拉蒙投资，不仅仅购买股票，还有债券。如果是一名受委托者和审慎的投资者的话，他们就应该调查每一笔业务带来的连带影响，这样做就会防止短视。

社会上的股民要想转变在你们这些人脑海里的他们只求按季分红这一概念，还有很长的路要走。出于这方面考虑，因此，把目标定在当今事实上或者法律上日益增长的指数化投资上是非常重要的。在过去的几年中，指数化证券投资基金比管理化基金经营得要好，任何一个“审慎而细心的”经理都无法忽视这一事实。我将附上今年早些时候在 Markey 小组委员会上曾经做过的发言，会上我建议说指数化的投资在雇员退休金保障法案中应该受到格外重视。很必要的一点就是采取一些措施鼓励（或者甚至保证）最大的社会投资者——资产的流动性既不是他们的私人目标也不是公众目标——成为真正的“长期利益”持有者和“有耐性的资本”的源泉，从而发挥永久性股东的职能。我承认，我所希望实现的是以股东长期拥有股份为坚强核心的社会，而不是受利益驱使而使兼并和收购盛行的社会。

如果套利者是唯一机构的话，我就不会要求为了股东的利益而对公司管理体制进行调整了；另一方面，我也不能仅仅因为套利者很多就拿管理职能对股票的所有权开刀。新当选的首席执行官从未因为上任时间短而少行使了什么权利，董事们也从没被要求经历学徒期。

我觉得公司的制度只有短期目标，这在很大程度上要归因于管理体制的失误。如果你是一个拥有时代公司大份额股票的投资经理的话，即使是按照与华纳公司的最初制定的协议行事，你的选择也是非常有限的。但是如果你有真正的、可以给予你长期信心的发言权的话，这种权利是一种基于真正的说明责任的和管理层的实在关系，那你就不会去追求任何短期利益了。

在现行体制下，经理和董事会与股东在为这些问题制定最佳的长期决定时遇到了真正的阻

碍。但是，股东的障碍可以铲除，而经理和董事会的冲突则总是存在。Roberta Romano 教授说过，“我们集中力量增大股东价值是因为当我们审视一个公司的时候，很难想象别人会有谁适合决定有效地经济资源配置。”这就是为什么说把决定权委托给股东比委托给那些连工作和收入都不能保证的人有意义。

我一点也不相信特拉华州法庭公允的考虑了这些问题（你我一直在这一点上取得了一致）。我肯定“特拉华的利益”因素在时代公司的决定中起了重要作用。在宝丽来公司和其他许多公司中也是一样。特拉华州冒了名誉扫地的风险。Pillsbury 和 Mcmillan 公司的决定引起 Marty Lipton 公司在其他地方的重组，最高法院的 CTS 决定抬高了本州的威望。宾西法尼亚州和其他州行动迅速的通过了比特拉华州还要宽松的法律条文，如最近流行的一部“股东”的法律。[11] 我与其他每一位股东代表向特拉华州的立法机关表明我们反对采用反收购法律。这时由首席执行官组成的游行队伍走进来说他们讨厌在其他地方进行重组，这不是在和谁比赛。

为了维护特拉华州在跻身财富 500 强时的经济利益，法庭为收购创造了一种术语，既不基于法律也不基于经济，他们使这种语言适用于解决各种高难度问题来开创先河。这种语言带给我们的是“Revlon”和“Unocal”模式。同时也让我们误以为艾伦大法官做了手脚来防止时代公司陷入以上两种模式。

特拉华法庭术语的另外一个要素就是“商业审判”规则。当然，屈从于“商业审判”规则，经理们需要也应该得到法律最宽大的赦免。没有人认为他们应该事后对这些决定做出评论。但是法庭首先应该确保有一个给予公正判决的诉讼过程——或者说有一个不阻碍公正判决的过程。股东也应该享有一个公平竞争的领域。时代华纳公司最初提出的交易可以而且也应该得到支持。这表达了经理层决心使所有权的价值能够在合并后的公司结构中得到最大化，实际上也就是免除债务，也能使之成为跨国公司的世界中的一个强有力的竞争者。时代公司的经理层为它的所有者做出了如下三个判断：（1）时代公司的业务将在于华纳合并后突飞猛进的发展；（2）合并后的业务将会在一个稳定而牢固的基础上发展，允许进行资本投资和全球范围内的收购；（3）次合并将弥补时代公司董事的“价值鸿沟”。在这一点上，派拉蒙公司的出价多多少少公开指出了“价值缺欠”的具体额度。派拉蒙公司出价每股 200 美元而且还打算再出高一点；时代公司的经理层仍因这个价格不够高而摒弃之，尽管市场为他们合并后的公司的普通股的估价仅为每股 120 美元。然后时代公司就决定买下华纳。而这种做法保留了合并中“商业分析”的特征，不用说一个债务缠身的侥幸存活的公司是不可能赢得跨国公司有利的控制权的。最初合并的主旨恰在于此。经理层做了 180°的大转弯，从股本雄厚的公司变成了负债累累的公司。

一会儿采用以股票为基础的战略，一会儿又采用以债务为基础的战略。难道就不能稍有常识地把对“商业审判规则”的顺从稍做限制吗？有理由相信，两种做法中有一种是正确地。不可能两者都正确，两者都顺从。另外，难道法庭不懂得数学吗？一个持有时代公司股票的普通股民要等多少年，等到多高的回报率，才能让他的股票价格涨到 1989 年派拉蒙公司给出的价格水平啊？是不是也应该有个限度，还是说无限制的顺从下去？艾伦大法官只是变魔术般的弄出了一种以骗人为依托的“障眼法”。

需要作些什么呢？时代华纳公司的决定代表了公司治理体制的失败。美国不能把私人企业中的财产和权利轻易就交给那些不会对任何人负责的经理们。就我个人来讲我有一点点期望企业法律的联邦化，但是我认为有关“特拉华利益”的判决，例如时代华纳，将会使联邦政府的优先处决权更具吸引力。

过去几年中，我一直对大量信托资产所有者的流动性很感兴趣。对我来说，最基本的一点

就是要那些机构所有者这样做，要使拥有长期利益的人变成长期投资者，为了服务提供者的利益我们不再控制机构的委托责任，同时提高充分代表国家利益的受益人的权益。

有一件事我很确定，如果迈克尔·丁曼是时代公司的一个大股东的话，这笔交易就不会在缺少了股东重要参与的情况下完成了。

我十分盼望能有机会花上几个小时来和您谈一谈这件事，和其他一些事关双方利益的事。

R．A．G．蒙克斯 敬上

1989年8月31日

尊敬的鲍勃：

感谢您在1989年8月23日的来信。如果我们继续这样写来写去的话，我们就能出一本书了——蒙克斯和丁曼的通信录！

你说得很正确。我们之间更多的是相同的意见，但不是每一件事意见都相同。例如，你认为一旦公司合并问题被列入考虑范围，经理层和内部董事就应该在适当的时机把这一工作移交给外部董事（用你的话说就是“纵然这样做会给外部董事强加负担，但是我觉得没有其他办法来继续这一接管过程。”）。然后，再过些时候——又是不确定的时间——外部董事应该站到一边去，将决定权交给股东。

我相信这样做会让公司治理变得一团糟。更确切一点说，这与时代华纳合并案件没有多大关系。外部董事负责的这件事。每一步骤都经过了我们的审查与批准，而且我们不是像你想象的那样没用，只会听凭经理层把他们的想法和信息灌进我们的耳朵。我们对他们的每一阶段工作都进行了质问。我们问了他们雇员们要问我们的问题，我们也没有甘心听到老一套的回答。最后，我们达成共识，认为这一合并是应该推进的无与伦比的机遇。

你用了“勉强同意”这个词，等于说“默默的被动的接受”。为了实现合并我们做了许多事情。争论、探察、询问、质疑、盘问，就这么继续着直到我们满意为止，但我们从来没有勉强谁。

最后一件事。时代华纳交易的中心问题极不是债务也不是补偿金。本来派拉蒙公司将会比时代公司收购华纳背上的债务还要多，而且因为要还债，出的现金也要低得多。迪士尼公司付给了迈克尔 Eistner 和 Frank Wells 极丰厚的报酬，他们也证明了自己确实值这个价钱。如果 Steve Rose 能够把给时代华纳的钱给由他白手起家的华纳公司的话，他的补偿金就会相当多了。

董事会想成立时代公司，所以可以为股东带来最佳的回报。我想我们做到了。

你在信中提出了很多有意思的观点，我想如果有时间的话，我倒是愿意和你交流一下。但是我没有时间。实现股东的价值没有太多时间去考虑理论问题，将来某些时候我们可能会做到吧。我期望能坐下来讨论一下整个时代华纳的问题以及它引发的其他问题。我希望我们都能从中学到些什么。

有一件事我坚决反对，那就是公司的联邦化和或者颁布更多的政府法令来管理业务，经理层和股东如何相互作用。我希望我们也能在这件事上达成一致，远离 Metzenbaum 先生。

再一次感谢你给我的细致周到的回答。

您诚挚的

迈克

注 释

① *Paramount v. Time* .571 A.2d 1140， 1149， 1150(Del.Sup.1990) . 派拉蒙公司诉时代公司案 571 A.2d 1140,1149， 1150（特拉华州，最高法院， 1990 年）。

② *Directors E Boards* ， 14， 2， Winter 1990， p.35.《董事与董事会》， 14， 2， 1990 年冬季， 35 页。

③ *Paramount v. Time* ， p.1147. 派拉蒙公司诉时代公司案 1147 页。

④ Id.p.1148. 同③， 1148 页。

⑤ Id.p.1148(emphasis added). 同③， 1148 页（增加了重点）。

⑥ Fed.Sec.Law Rep.94， 514， 93， 269. 联邦， Sec，法律报告， 94， 514， 93， 269。

⑦ Id.pp.93， 269. 同⑥， 93 页， 269 页。

⑧ *Paramount v. Time* ， 571 A.2d 1140， 1155. 派拉蒙公司诉时代公司案， 571A.2d 1140， 1155。

⑨ Fed.Sec.Law Reporter， pp.93， 273. 联邦， Sec，法律报告， 99 页， 273。

⑩ Interview with Michael Klein， July 6， 1990. 与迈克尔·克莱因（ Michael Klein ）的谈话， 1990 年 7 月 6 日。

⑪ 这是一项任何人不能承担责任的标准。对许多人负责的人不对人负责。

西尔斯·瑞布克公司(Sears， Roebucks & Company)

西尔斯公司是美国商业历史上最成功的例子之一。公司的雏形产生于 1886 年，当时理查德·西尔斯以在农村卖手表为业。后来，他产生了一个想法，那就是可以通过邮购的方式把大量新商品卖给农村地区的人们。这一著名的西尔斯式订单当时由于要依赖大商店，从而不能保证商品质量，而被人们当作了笑柄。在 20 世纪 20 年代，公司开始开创自己的商店来支持订单生意。那些商店经营的非常成功。

到了 50 年代，你甚至可以在西尔斯买到活动房屋，就更不用说为家人买衣服或者为厨房添置一张餐桌了。公司打算要凭自己的力量提高占美国人口多数的中产阶级的生活水平。

到了 70 年代，人们花在西尔斯的钱占了国民生产总值的 1 %。 1972 年的任何一个季度都有 2/3 的美国人光顾西尔斯。大约 900 家商店遍及美洲大陆①。

多角化战略：零售业的宿命

20 世纪 80 年代初期，西尔斯在其子公司全州保险公司经营成功的基础上，增加了房地产业务和中介服务公司—— Coldwell Banker 和 Dean Witter，它们均是在 1981 年收购而来。这次多角化战略的应用，是公司首席执行官特林（ Ed Telling ）的创见，最初还是很奏效的。从 1984 年到1990 年，金融方面的收入增长了 55 %。但是，没有人去关心一下商店的经营。850 多家连锁店，西尔斯， Roebuck 帝国的旗舰部门，一个接一个的走向关门大吉的边缘。 1990 年前的 7 年中，零售部门的收入以每年 7.7 %的速度下降。到了 80 年代末期，西尔斯逐渐失去了它作为美国最大的零售商的百年老号的地位。公司的衰退自然也影响到了公司的股票市场， 1984 年 1 月到 1990 年 11 月间，公司股票带给投资者的回报率仅为 0.1 %②。

西尔斯的企业文化应该是要对公司的衰退负上一点责任的。它的风格是只顾内部，拒绝变

化；西尔斯在很多方面有强项。消费者们喜欢其产品的连贯性和稳定性，员工们则喜欢可以在内部得到提升的承诺。西尔斯坚如磐石的声誉使它能够经受大部分经济衰退的冲击。西尔斯一直是人们可以信赖的连锁商店；在这里以合理的价格出售高质量的产品，每一家商店都一样。它已经不仅仅是一家商店。它成为了一家老牌的美国的社会机构，而西尔斯正是凭借这样的声誉做生意。

但是当西尔斯面对日益变化的时代丝毫不作反应时，它的老牌店号就变成了负担。零售业发生了戏剧性的变化，在争取新的市场的竞争中，陈旧的、慢吞吞的西尔斯落在了最后。国内顺应潮流的连锁店，如 The Gap 和 The Limited 抓住了大批要买价格公道的时髦衣服的人们。传统沃尔马和 K - Mart 则吸引了想买便宜衣服的人们。各种各样的专卖店挤占了其他市场。10 年前如果人们想买一台高保真音响的话，会去西尔斯，因为那里可以买到物美价廉的商品；而现在他们极有可能会去巡回城 Circuit City，因为在那里同样品牌的产品卖得更便宜一点。

西尔斯在人们心目中过时了。Joe Cappo 在《格林芝加哥企业名录》(*Crain's Chicago Business*) 上描述了西尔斯在纽约的一家商店："就好像时间倒退了三四十年。这根本不是一家商店。它是落伍商品的大展览馆。还记得曾摆在你祖母家客厅里的那种丑陋的油灯吗？西尔斯居然还在卖。"[3] 另外一家店主说："我仍感觉这是一个能买到女士内衣 18 号的地方。"《当代美国》(*USA Today*) 问道："还会有人相信西尔斯能和保龄球一样代表潮流吗？"[4] 像沃尔马和 K - Mart 这样薄利多销的折扣商家迎头赶上并且大有超过西尔斯销售量的势头。西尔斯被困在了多年以前挑选的地段上；新的竞争会为市场带来新的店面。西尔斯始终宣称他们是美国购物的地方，是广大中产阶级对价值的定义，是美国梦的制造者。据《格林芝加哥企业名录》报道："如果西尔斯想扭转这 10 年来的状况，它就需要一些新的想法。这并不意味着西尔斯这个企业不好。事实上，它是一家非常优秀而且稳固的 50 年代的企业。它需要优于 50 年代的想法来帮助它走进 90 年代。"[5] 但是看到金融部门的收入，就很容易忽视其不佳的效益和日渐缩小的市场。

公司的董事长、首席执行官兼零售部部长爱得华·布伦南的能力无可否认。他带领零售部在 80 年代初取得了辉煌的业绩。他帮助"未来公司"出其不意的打败了西尔斯的竞争对手。1984 年他当上了首席执行官。但是不知道为什么，却是在他的任期内公司在多数美国人脑海里成了明日黄花。布伦南从骨子里就是一个"西尔斯人"。他一生从事零售业，26岁起就一直在西尔斯工作。他的父亲、母亲、哥哥，还有叔叔统统在西尔斯工作。布伦南10岁之前穿的衣服全都是西尔斯的。他从来没穿过牛仔裤，因为他的父亲只喜欢买肥肥大大的裤子。根据 Donald R. Katz 在《大商场》中所说的："布伦南家里的人从没有谁离开过西尔斯……在那些特殊家庭中，布伦南家族与公司有如此的渊源以至于很难把家和公司分开来。甚至在西尔斯公司不同寻常的情感标准影响下，艾迪·布伦南对公司的事务绝对是事必躬亲。"[6] 芝加哥的一位零售顾问 Carol Farmer 说："布伦南的问题就是他热爱西尔斯这个机构。而正是这个机构需要被披露。"[7]

问题是很明显的，然而解决方法就没那么容易了。1988 年 11 月，首席执行官布伦南出台了一套新的战略计划来复兴让人挠头的销售部。计划是"对公司进行了周密的战略性的审查"的产物，它将为公司带来"前所未有的发展阶段"。西尔斯承诺"每天都是低价位"想

以此与红红火火的折扣商店竞争，同时推出了“展示力量”的营销计划，在西尔斯传统的家族产品旁摆上名牌产品。董事会建议用16亿美元收回西尔斯的股票，并且决定卖掉世界上最高的建筑物，西尔斯高塔，人们认为这座塔见证了西尔斯曾经的辉煌，但是批评家却认为这不过是公司最大的一个累赘。

华尔街对这一战略表示失望。许多观察家本希望他们能做出更多。人们希望公司正在进行的大的重组，在这种希望的推动下，西尔斯的股票有了一些回升。分析家推测，如果顺利经营着的金融部门能不再受连累，同时经理层能够全身心投入使零售部效率高一点的话，那么西尔斯的股票价格有可能会翻一番。分析家认为用卖掉珍贵的资产来买回股票而不是拓展业务，这种做法是愚蠢而错误的。“从获得长期战略优势的角度来看，”Kellogg商学院的Louis W. Stern说，“这种行为是疯狂的。”[8]一位分析家预测，这种变化不会使火药味越来越浓的股东满意：“社会机构投资者将会对今天的宣布结果表示失望，”在C.J. Lawrence & Co的西尔斯的一位分析家说：“他们想得到更多，我也希望他们能得到更多。”[9]因为由布伦南带领的与蒙哥马利·沃德进行的谈判遭挫败，其他人对此则表示沮丧。

尽管批评重重，公司还是进行了重组。但是两年中，他们的战略没能刺激商业发展。极具竞争力的价格政策，也没能抵挡得住折扣商店大举进犯西尔斯的零售市场，“展示力量”行动则使名牌产品席卷各个商场。与此同时，公司金融部门——Dean Witter、Allstate和Coldwell Banker——的收入被用于支撑公司与日递减的财富。零售部继续衰落，沃尔马和K-Mart奋起直追。

从1984年到1990年，包括红利在内，西尔斯的年度总回报率仅为0.7%。纵观这10年，公司承诺股票将有15%的回报率，而他们根本没做到。事情还大有恶化的趋势。1990年对公司来讲是灾难性的一年，公司的收入和股票价格退回到了1983年的水平，股票回报率6.8%，前3个季度损失了1亿1千9百万。

董事会在哪里?

那么这时董事会成员作了些什么呢？一个董事会毕竟是要负责监察公司总体战略方向的。如果布伦南的计划仍不能达到增加销售额的目的；如果华尔街继续建议他们采取基础应对措施；如果西尔斯的股票继续下跌直至低于自身价格的一半；如果金融部门继续把他们的收益用于补偿零售部门的损失；如果西尔斯的声誉在一片说它过时了的指责声中继续下降——那么董事会就不应该做些什么吗？理论上答案当然是肯定的。事实上在西尔斯却没有答案。与管理层一样，西尔斯的董事会变成了一个只顾内部只顾自己的王朝。

《大商场》上登载的另外一篇报导，详细指出了10年前特林领导的董事会是怎么工作的。下面表达的是销售部高级管理人员查尔斯·培根的观点：

> 查尔斯相信特林领导的董事会已经变成了能想象到的最死板的决策主体。他知道给董事会的报告都要经过（金融部门部长）Dick Jones的审查，他严格按照手册行事，报告不能与业已通过的法案有一丝背离……西尔斯董事会中的外部董事基本上只有很少一部分西尔斯的股票，他们每年还要交4万美元用来召开偶发会议。他们对公司知之甚少[10]。

股东动乱

1990 年 7 月，一场股东动乱在即。在与西尔斯的 12 个最大的投资者进行的早餐会上，布伦南和零售业务首脑 Michael Bozic 对公司的计划给予了轻描淡写的估价。投资者们立即失控。他们指出了惨淡的股票经营状况——自从 1989 年以来股票价格已经下跌了 15 点——并警告布伦南要么在一年中使零售业有明显的好转，要么另谋高就。拉塞尔汤姆森，当时是 Waddell & Reed 的一名银行家说："我告诉过他们'有 250 亿美元就能把你们这些家伙赶出去。'"[11]或者用一个董事会成员 Albert Casey 的话说就是："这时候就要争个鱼死网破。"[12]

布伦南第一步就是掌权。Michael Bozic 丢掉了零售部部长的职位，取而代之的是布伦南本人。然后这位首席执行官决定要加速"展示力量"的进程，实行一个彻底的全方位的削减开支计划。布伦南宣布一年之内要裁员 21 000 人。布伦南对待媒体采访的态度很坚决：西尔斯帝国千疮百孔。"如果不这样做的话，西尔斯就完了。"他说，同时举出这一百年老店有可能做大的调整[13]。

但是又和 1988 年宣布的结果一样，布伦南发现很少有人相信。12 月初，加利福尼亚公务员退休制度（CalPERS，California Public Employees Retirement System）这一掌有 220 万美元股票的股东提出了他们对西尔斯经营状况的忧虑，鉴于走跌的股票市场和零售战略的失败，CalPERS 当时的领导戴尔·汉森当时的说法非常简单："从 1984 年至今，西尔斯就没摆脱过厄运。"[14]在对布伦南的一封公开信中，汉森建议成立股东顾问小组，这样能得到一个小组可以在某些事务诸如大的重组、收购、合并和行政人员的补贴金等问题上提供不拘一格的建议。汉森暗示说他支持公司进行大的重组，也就是说他认为只有使经营顺利的金融部门不再受陷入泥潭的零售部门的连累，西尔斯的价值才能得以实现。

1991 年 2 月，大概在提出成立股东顾问小组建议的四个月之后，CalPERS 答应可以不逼迫他们在 5 月份的年度大会上成立这个小组，但是西尔斯的行政人员每年要与 CalPERS 见两次面。但是公司的经营状况还是每况愈下，投资者们也继续发生骚乱。2 月初显示的上一年第四季度的收入同比降低了 37 %，这还是包括了 1 亿 1 千 500 万将用于零售部重组的费用在内的，如果不包括这笔钱，那么收入就下降了 74 %。

公众对西尔斯的信心也再创新低。接受财富杂志调查的商业首脑根据西尔斯管理的声誉将西尔斯排在了 500 强企业中的 487 位。华尔街的分析家说西尔斯需要削减 10 亿美元才能使它稍具竞争力，这一数字远高于他在削减开支计划中节省的 6 000 万美元。标准普尔（Standard & Poors）只对西尔斯的 A 股贷款。《资产分析焦点》（*Asset Analysis Focus*）评论说："西尔斯·瑞布克公司具有各大上市公司中的股票价格和价值相背离当中最难办的问题"[15]。1991 年 2 月，西尔斯以每股 25 美元到 30 美元经营，然而分析家推测它将会达到每股 90 美元的崩盘价[16]。

来自得克萨斯教师退休基金委员会的乔治·里根说："很显然，无论经理层做什么都不起作用。你可以选择更换经理层，也可以更换体制。而通常唯一的做法就是更换管理层。"[17]《经济周刊》预测"权利的变换可能会有用"，P. J .Purcell，Dean Witter 说将有可能对之进行接管[18]。

1991 年 5 月，罗伯特·蒙克斯（本书合作者）出现了。他正在争取得到一家上市公司董事会的一个席位，这从没有人在任何一家公司做到过。他把目标定在了西尔斯上。

蒙克斯早在前一年的秋天把自己的名字，连同它曾担任过董事职务的六家公司的首席执行

官的名字和电话号码提交给了董事会参考备用。11月份的董事会上董事们没有讨论他的候选资格问题，他们说因为没有足够的资料，可实际上蒙克斯提供的资料他们连看也没看。2月份的会议上他们倒是讨论了。从11月拖到2月并不是说他们多用时间搜集资料；他们并没有这么做。后来他们解释说根本没有必要再去找更多的资料，因为就他提交上来的他们耳熟能详的履历来看他很合适这份工作。

董事会没有通过。然而，西尔斯本公司的条文规定股东可以提名董事会成员候选人。很显然，公司的领导认为这条规定不错，只要没有人采用。蒙克斯由他的一位老朋友提名，他的老朋友也是西尔斯的一个股东，他作为持反对意见的候选人也参加竞选。

蒙克斯一直在寻找一个能使他产生对公司治理状况和公司经营状况的普遍忧虑的公司。西尔斯符合他的一切标准。首先，公司的事情适合股东参与解决；他们关心公司的总体结构和发展方向。第二，阻碍实现股东价值的正是股东自己的行为。第三，竞选成功的可能性是存在的：社会机构所有权水平，由于董事会里一个董事退休形成的人员空缺，因为只有五个人投票，董事会的集中选举使获得16％的选票就可以当选。蒙克斯写下了他们对他的决定所做的对策：

> 这件事让西尔斯陷入一片紧张，以至于他们聘请了（著名的打接管案的律师）Marty Lipton提请诉讼来制止我，除去西尔斯通常的律师诉讼费用又做出550万美元预算，这一切都只是为了打败我（《格林芝加哥企业名录》指出，这笔钱是去年零售额的1/7）。西尔斯还派了30个员工下大力气破坏我的候选资格。
>
> 真正的卑劣行径在于他们解雇了3个董事，只是为了阻止我从中获得一个席位，我把这称为“亲爱的，我把董事会缩小了”[9]。因为是集中选举而且只有5个候选人，我只要获得16％的选票就可以当选，这对一个与大的机构股东有重大关系的人来说并非没有可能。但是西尔斯裁减了3个董事会席位，这就意味着我必须获得21％的选票才能当选；实际上这是不可能实现的，因为25％的选票掌握在西尔斯的员工手里（由西尔斯委托代理选举），剩下的选票掌握在个人手中，不花个几百万美元争取不到的。我幻想公司的行政人员向董事会述职。而现实是董事会向首席执行官述职，至少在西尔斯是这样的情况。当首席执行官（同时也是董事会的董事长兼董事会提名委员会的负责人）告诉那3个董事他们被解雇了，他们就是被解雇了，尤其是在这个案子中他们是内部董事，是公司的全职工作人员。

哈佛商学院的教授兼董事会方面的专家Jay Lorsch在纽约时报上说：“这让我很苦恼。我还是希望看到美国的经理层人员能够严肃的对待董事会，同时让他们发挥对滥用职权的控制和督导的作用。这样控制董事会，就破坏了他们的合法权益。”[9]

《格林芝加哥企业名录》引用了西尔斯的“极端行径”，批评了布伦南“把公司的旗舰零售部门领入了一个又一个的战略失败。”这家报纸对蒙克斯试图为西尔斯带来一丝新鲜空气的做法给予了极力的赞扬：“西尔斯被吓到了而且原因很好。多年以来，它的股东都是乖巧的小狗。现在他们开始龇牙了……为什么布伦南不让蒙克斯来试一下呢？但是话说回来，可能他害怕的也就是这个。”[10]《养老金与投资》（Pension and Investment）发表文章谴责克莱斯勒（它也曾缩减董事会来拒绝一个真诚的外部董事）和西尔斯缩减董事会来拒绝蒙克斯：“这种行为实际上是这两家公司的共同的协定，他们要保证有一个驯服的而且对强大的高层管理人员百依

百顺的董事会。看看他们极差的管理，他们对这样一个董事会的要求就可以通晓了。这些董事会对他们的这些行径的默认充分证明了每一个董事会都亟需独立自主的声音。”[2]蒙克斯写道：

> 谁更有钱根本就不用说。西尔斯花费了预算的一半，就这样也是我花费的10倍之多。西尔斯对我提请公诉来阻止我获得一份股东名单，声称我要它有“不合理的目的”。他们供述的“不合理的目的”是指我要出书。我当时不得不像Kitty Kelly一样靠出书赚钱，来支付参加竞选的费用，但是我还要像西尔斯一样来为竞选和诉讼提供财力支持以证实那个观点。所以这个诉讼有效的切断了我和小股东的联系。即使这个诉讼没有做到这点，这笔开销也是可以避免的。
>
> 继得到批准并且发表了代理陈词之后，西尔斯自由的召开记者招待会，自由地向媒体评论我的候选人问题，其中不乏对我曾做过的工作进行胡乱描述，但是他们不允许我反驳。这个古怪的受SEC操纵的世界在最重要的两周里禁止了我做任何公开发言，他们这么做是不想冒险让股东在SEC批准我的申请资料之前看到我自己做的评论(注：这条规定后来改了，多半是因为蒙克斯的原因)。这个问题一直持续到了年度股东大会，因为我拿不出必要的150万美元把批准了的材料发到给每一个股东手里（注：这条规定后来也因蒙克斯的原因而被修改了）。如果没有集中选举，这将会是更致命的打击，因为委托投票选举将会有两票弃权留给我一票。

基于此，蒙克斯失去了大量的选票。另外一个候选人，一名女黑人大学教授，从那些不愿意弃权两票投给蒙克斯一票的投资者那里获得了大片支持。同时那些与公司有（或者希望有）商业往来的，被迫借职务之便，投票的机构投资者也没有把票投给蒙克斯。他至少还失去了一个在社会投资机构工作的长期支持者的支持，因为他们的代理权指导条文中没有对董事会议席代理投票的有关规定，官僚机构也没有适时发展新的规定。蒙克斯继续说：

> 但是可能最大的阻碍是我接近不了最大的股东集团，西尔斯公司的职员。如果我能支付30万美元开支的话，西尔斯就会把我的材料散发给他们了（这笔钱比我预备花在竞选上的全部费用还要多）。更严重的是，那些信托人（4/5曾就任或仍就任于西尔斯董事会）如果没有人事部干预的话，肯定会甚至都不想一下我的候选资格就进行投票了。不过最终还是走走形式的与信托人召开了会议继续选举董事会的同僚。西尔斯的很多员工都给我打电话，或者说他们没得到足够的有关我竞选资格的材料，或者说他们想把票投给我，但这是他们控制不了的。西尔斯拒绝了我进行不记名投票的请求，这样最起码可以保证那些要投我的票的员工不用害怕遭到报复。
>
> 从理论上来讲，当然，董事就是要代表股东，要估价首席执行官的管理状况，还要监管公司的总体发展方向。如果他们有职责的话，在我看来，这种职责就是要问一些实质性的问题。但是现行的规则不但不能保证董事会能够提问，还阻止了其他人问他们问题。
>
> 我们来看看西尔斯。布伦南掌管着4项不同的工作。它是整个公司的首席执行官，董事会的董事长和公司的旗舰部门零售部部长。对这些工作的一部分要求就是从事这些工作的人应该相互交流，相互衡量，相互质疑。一个人是做不了这么多工作的。除此之外布伦南还是董事会提名委员会的负责人。他可以按照自己的心意手到擒来的挑选手下，而且我的经验表明，当遇到不是他挑选的人的时候，他会动用公司一切力量来制止我。
>
> 那么董事会到底到哪里去了呢？答案藏在又一个问题中——谁是董事？在现在的公司中“独立董事”到底还是很稀少的。董事由首席执行官选出。不会有人反对候选人，而且是经理

层计票。很少会出现对手，可是一旦出现了，经理层就会用股东的钱来补贴竞争消耗掉的费用，丝毫不顾及股东的利益，然而对方就要花自己的钱了。首席执行官制定董事的收入，董事又制定首席执行官的收入。这种关系就很微妙了，而且对双方都最有利。在过去的10年中，首席执行官和董事们的收入以数倍于员工们收入增长率的速度火箭般地窜升。这种体制不会提高责任感，甚至连提高责任感的迹象也没有。

年度大会上，在选举结果公布之后，我说由于我的竞争，西尔斯变了。布伦南说，“一派胡言。”时间会证明一切。但我可以想出已经发生了的三个变化：第一，我对西尔斯的投资银行家能否对保留大企业集团提出反对意见的能力所作的争论揭露了Goldman Sachs确实建议过他们如果能把其他实体运转起来的话，他们就能实现更多的价值——能有3倍之多。这可能不会改变西尔斯——目前而已——但是这肯定会影响投资者对西尔斯的印象。第二，很有可能因此有证据显示西尔斯在“闹着玩”。如果西尔斯想继续作大企业集团，它就必须做出一个大企业集团该带给股东的价值。第三，极具讽刺意义的是，西尔斯现在的董事会拥有了更多的外部董事，一些能对来年的竞选予以更多关注的董事。布伦南可能会认为我力图要他们负责任也许就是因他采取行动制止我而起[3]。

蒙克斯被证明是正确地，但这却经过了一年时间。虽然蒙克斯没选入董事会，他却比其他董事得到了更多的来自收到他的代理投票权的股东那里的支持。为了答复股东极度的忧虑，西尔斯做了一些变动，包括将布伦南的职务降到3个（后来又降到了2个，因为零售部来了一个新部长）。布伦南不再负责董事会选举委员会工作，独立信托人（不是董事）被指派负责员工投票。

1992年，西尔斯再一次“把董事会缩小了”，他依然不可能得到足够的选票。索性，蒙克斯全力以赴地支持其他候选人提交的5个股东建议，包括一个SEC - cleared mailing(注：修改后的条文对此不再作要求）和在华尔街杂志上刊登整版的广告，把西尔斯的董事会称为“不良资产”(见图6 - 1)。

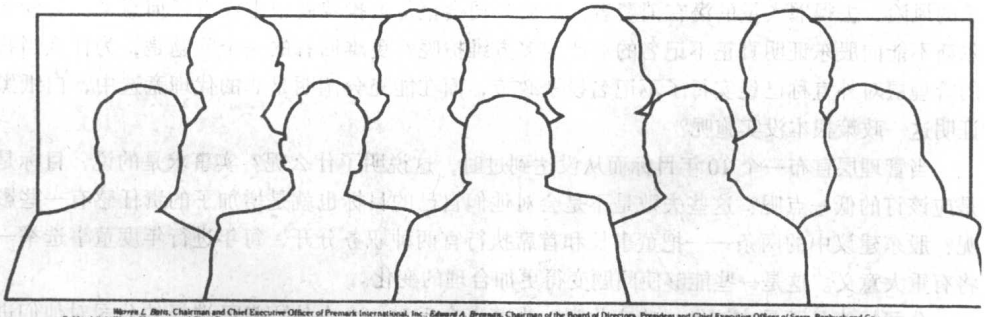
各种不同的发起人提出了这五条对策，几乎就是一个“不管谁对谁”的股东运动：一个社会抚恤基金会，一个西尔斯的员工，一个美国股东联盟的成员，一个个人投资者，还有一个来自50年前就发起过股东运动的吉尔伯特兄弟公司。他们提出的建议是：恢复年度董事选举（这种选举法案实行了100多年，直到1988年出现了反收购运动才开始采用不定期选举。）；将首席执行官和董事会的董事长两种职务分开，以便股东可以进行不记名投票（以免给想投反对票的股东造成压力）；研究一下撤掉一个或几个金融服务部门的益处;要求董事有一小部分股权。

5月14日在亚特兰大举行的年度大会简直是一次抗议集会。《芝加哥论坛报》写道：“两个多小时……布伦南被迫只能站在一边，听着一个接一个的发言者说他的公司在上一年经营状况有多么的糟糕。”[4]《当代美国》也刊登了类似的文章，用“反叛”描绘了股东的情绪[5]。起草了“精简机构”对策的全州公司员工Hazard Bentley说：“我把我一生的工作就奉献给了这样一个具有重大问题的公司。”来自美国股东联盟的Cari Christian问道：“当董事会被公司的高级官员领导和控制的时候，他们又怎么能切实为股东执行好监管公司的任务呢？”其他股东甚至更直：“你们的零售商店太差劲了！”一位年逾70岁的西尔斯的忠实客户如是说。

会上，蒙克斯做了如下陈述：

图 6 – 1　《华尔街日报》上的广告

The Directors of Sears, Roebuck and Co.



Warren L. Batts, Chairman and Chief Executive Officer of Premark International, Inc.; Edward A. Brennan, Chairman of the Board of Directors, President and Chief Executive Officer of Sears, Roebuck and Co.; E. Mandell de Windt, Chairman and Chief Executive Officer of Eaton Corporation; John C. Whitley, Dean of the School of Business and Industry at Florida A&M University; Norma Pace, President of Economic Consulting and Planning Inc.; Nancy C. Reynolds, Vice Chairman of The Wexler Group of Hill and Knowlton, Inc. and Senior Vice President of Hill and Knowlton Public Affairs Worldwide; Clarence B. Rogers, Jr., President and Chief Executive Officer of Equifax, Inc.; Donald H. Rumsfeld, Chairman and Chief Executive Officer of General Instrument Corporation; Edgar B. Stern, Jr., Chairman of Royal Street Corporation and affiliated subsidiary corporations

NON-PERFORMING ASSETS

Two years ago, Sears was the nation's largest retailer. It's now number three. Its share price today is less than it was in 1986. In my opinion, the reputation of the Sears Board of Directors also has fallen, due largely to its lack of energy and interest in making management accountable to shareholders. Make no mistake, a board's value translates into stock price.

The most recent and clear example, of course, is General Motors. The day after the Board reorganized senior management, GM stock *gained* $1.25 even while the Dow Jones Industrial Average *fell* 62 points. Two weeks later, GM was sufficiently reinvigorated to launch the largest equity offering in history.

PROTECTING THE OWNERS – THE GM PRECEDENT

The GM Board acted to protect its owners. We ask the Sears Board to give shareholders and the investment community a sign that it, too, understands its priorities. We ask the Board to take a modest step toward independence by reconsidering its blanket opposition to five shareholder proposals:

- **Make Shareholder Votes Confidential**
  The Board's current practice is to deny shareholders complete confidentiality in voting, a right Americans expect. Why would a board oppose giving the secret ballot to the very shareholders it's supposed to represent?
- **Separate Chairman Position from CEO/President**
  This proposal offered by the $20 billion New York City Employees' Retirement System seeks to establish a truly independent chairman. Mr. Edward Brennan is Sears Chairman, President and CEO, as well as operating head of the seriously troubled retail group. How can a chairman objectively monitor management when the chairman *is* management? Would a board genuinely accountable to owners let an executive hold not just one but all of the most crucial jobs in the company?
- **Study Divestiture**
  In each of the last ten years, Sears management's goal of a 15% return on equity has never been reached. It's clear to investors that if Sears' non-merchandising businesses were spun-off, shareholders would have a better chance of achieving that return. An employee proposal calls for an independent study to determine the value of a divested Sears. Would a board committed to shareholder value oppose such a reasonable request?
- **End Staggered Board Terms**
  A staggered board is a device by which entrenched management keeps control. The Sears Board repeatedly has allowed manipulation of board size to protect current management. Would an accountable board allow itself to be used to protect management interests?
- **Require Directors to Own Minimum Shares**
  Thanks to management, last year each Board member received an average of $70,000 in fees and a gift of 100 shares. The position of Director should not be a patronage job. To insure accountability, shouldn't Board members have an investment of their own money in a company?

ACTIVIST BOARDS AND SHAREHOLDERS INCREASE STOCK VALUES

Scholars and experts, looking at the concept of the "governance dividend," are documenting how owner activism and board performance increase stock value.

- Entrenched boards depress value. A 1991 study of 1,100 major companies by Professor John Pound of Harvard and Lilli A. Gordon of the Gordon Group (whose permission has been obtained to use their study in this advertisement) showed that companies with poor governance profiles did worse over the long term than their peers with better governance profiles. Pound and Gordon documented "significant and systematic differences...for return on assets, operating margin, and market valuation relative to cash flow."
- Shareholder initiatives increase value. A 1992 study by Wilshire Associates found that shareholder proposals submitted by the California Public Employees' Retirement System resulted in a $137 million net gain, even when the proposals did not get a majority vote.

There can be no assurance that a "governance dividend" will result from the adoption of Sears shareholders' proposals. But, by withdrawing its opposition to these proposals and demonstrating independent thinking, the Sears Board could give Sears owners a governance dividend of their own.

MAY 14 ANNUAL MEETING

We urge the Board, before the May 14 annual meeting, to recognize its responsibilities and reconsider its rejection of the five shareholder proposals. The Sears Board should follow the example of GM by realizing it reports to the owners, not management.

VOTE FOR SHAREHOLDER PROPOSALS

We urge all Sears shareholders to endorse the need for Board accountability and vote for fellow shareholders' proxy proposals. Even if you've voted, you can still change your vote. Send in your proxy card or contact Georgeson & Co., Wall Street Plaza, New York, NY 10005, 1-800-223-2064.

Robert A. G. Monks, Sears Shareholder
and President, Institutional Shareholder Partners, Inc.
Suite 220
3333 Water St., NW
Washington, D.C. 20007

我们是西尔斯·瑞布克公司的所有者，我们要求公司对我们负最起码的责任。我们要求公司对所有权做出最起码也是最重要的贡献：真正意义上的不记名投票、非强制性且不受报复的表达思想的权利。这是种权利是美利坚合众国保障的每一个公民能够行使的政治权利；这种权利是与埃克森石油公司（ Exxon ）、IBM 、通用汽车等其他王牌企业的股东所行使的相一致的权利。当股东告诉我，他们不能把票投给我因为害怕遭报复时，我直视着他们。作为一家大信托银行的前任董事长，我能感受得到这种害怕。即使是最尽责、最勇敢的股东也不能冒商业自杀的风险，去得罪大量的潜在消费者。只要公司会报复，投票就根本没有任何意义。为什么西尔斯不能向股东证明真正不记名的尊严与多方维护呢？更难回答的一个问题是，为什么当我们的管理层对外宣称已经实行了不记名投票政策，而在能充分阐明是非的代理竞选中，白纸黑字证明这一政策根本没实施呢？

当管理层宣布一个 10 年目标而从没达到过时，这说明了什么呢？实事求是的说，目标是不是应该订的低一点呢？这些失败是不是会对他们自己的目标也就是增加了的责任感有一些影响呢？股东建议中的两条——把董事长和首席执行官两种职务分开，每年进行年度董事选举——将有重大意义。这是一些能够使问题变得更加合理的变化。

公司战略是不是应该做一些变化呢？当董事会反对一个由他们自己选择的公司对他们进行独立研究的时候，这说明了什么呢？对我而言，这再一次证明了他们不想回答任何问题。

谁是董事呢？如果他们手里有一些小额股份，不是公司里面发的那每年 100 股，而是用他们自己的钱买的，那么这会不会使他们对股东的态度有所转变呢？这就是最后一条对策要达到的目的。

西尔斯有一条口号：“你可以信赖我们。”我们希望听到董事会对股东也能这么说。我们也希望看到董事会能赢得这种信赖。最近由 5 个不同且相互独立的股东和组织提出的对策表露了他们的高度忧虑，甚至可以说是不满。我们希望董事会能做的更好。我们已经厌倦了等待。在我们看到某些变化之前，我们会不断的提醒你们——你们可以信赖我们。

对策当中的两条（不记名投票和年度董事选举）赢得了超过 40 % 的支持。那条将首席执行官和公司董事长的职务分开的建议达到了 27 % 的支持率。要求研究精简机构的好处的建议赢得了 23 % 的支持率。近 6 % 的股东对董事会的候选人不予批准，而且对上市公司没有信心。

西尔斯的境况日渐恶化。西尔斯的自动修复设备在买的时候被加利福尼亚州和新泽西州的司法部长骗了，他对“企业文化”颇有微辞。Martinez 被委认为销售部的首席执行官这件事被提请了诉讼。Dean Witter 公司的合伙人问题一大堆。在“安德鲁飓风”危机时，全州公司比它的竞争对手欠了更多的债。

公司任命了两位新的外部董事，一个是飞利浦莫里斯公司的首席执行官米歇尔·麦尔斯，另一个是家乐氏（ Kellogg ）的前任首席执行官 William LaMothe 。

1992 年 8 月 29 日，西尔斯颁布了一个重大的精简机构计划。西尔斯不再实行“大而全”的政策，而是会把经理更多的放在零售部门上。Coldwell Banker 将会被全盘卖出。Dean Witter 20 % 的股份也会卖掉，余下的分给股东。西尔斯也会把全州公司的 20 % 处理掉。

市场对此事的反应是积极的。一个交易日之内，在跌了 9 个百分点的市场上，西尔斯的股票涨了 3.875 个百分点。当日，西尔斯的市场价值增加了 10 亿美元。

一年以后，已经可以清楚地看出重组使西尔斯大变样。对股东们来说，这一整顿证明回报是丰厚的。重组后一年，股票交易价格为56美元左右，比年均价格57.75稍低。西尔斯宣布重组的那天，股票的开盘价仅为41美元。也就是说，股东们的股票在一年内每股增长了15美元，这使西尔斯的市场价值提高了50亿美元。

通过对西尔斯的中介部门Dean Witter进行盘活资产，西尔斯的股东的价值又得以增值。在1993年3月，提前于计划卖出了Dean Witter的20%，余下的80%分给了股东。西尔斯的股东收到了特殊的股票，他们拥有的西尔斯的每一股股票都会分到Dean Witter每股股票的4/10。

西尔斯的例子证明，积极的股东可以而且也应该在经营状况不好的工作发挥作用。另外，它也显示了积极与价值之间的重要联系。由于有股东的参与，西尔斯终于变成了一个经营的更好，更加开放，责任心更强，也更有价值的公司。

西尔斯公司：后续报道[⑭]

最早是《财富》杂志将西尔斯称为“恐龙”，但是，近几年，这个著名的零售商脱胎换骨，变得兴旺发达起来。

今天，看到4年后的西尔斯，《财富》杂志评论说：“‘恐龙’……变成了下金蛋的鸡。”

公司做了新的尝试，终于摆脱了陈腐、老土的形象。1997年，西尔斯当选为《财富》杂志最具创新力的大众商品零售商，公司几乎得到了各种商品的市场份额。

做到这种转变的关键是什么呢？《财富》认为是文化上的转变，这种转变要求西尔斯从光辉的历史中醒过来，转而把目光盯在未来：“Martinez能使西尔斯发生变化的一个重要原因就是他更换了人……‘我们曾经近亲繁殖，我们额头上没有第三只眼睛真是一个奇迹’，一位32岁的西尔斯的元老，副董事长比尔·塞尔特如是说。”

注 释

① Donald R. Katz：《大百货》第vii页，Viking，New York，1987。

② 编者按：“The Need for Acitivism”，2页，载《养老金与投资》，1990年12月24日。

③ Joe Cappo：“Big Store Masters Art of the Big Store”，9页，载《格林芝加哥企业名录》，1991年5月20日。

④ Ellen Neuborne:“CEO Pitching New Vision for Retailer”,载《当代美国》,1991年4月10日。

⑤ Cappo，同③。

⑥ Katz，同①，164页。

⑦ Bill Inman：“Boss Bros”，载《商业》，1991年2月，55页。

⑧ Diana B. Henriques：“Covert Action against Sears”,载《每日杂志》(Daily Journal),1991年5月7日。

⑨ Eric N. Berg：“Sears to Cut More Jobs；Profit Falls”，载《纽约时报》，1991年2月12日。

⑩ Katz，同①，520页。

⑪ Inman，同⑦。

⑫ 同⑦。

⑬ 同⑦。

⑭ Julia Flynn Silver with laura Zinn and John Finotta:“Are the Lights Dimming for Ed Brennan？”载《商业周

刊》，1991年2月11日，56页。

⑮“Update：Sears，Roebuck & Co.”载《资产分析视点》，XVII，II，1991年2月28日。

⑯Associated Press，1991年5月8日。参看“Maverick Pursuing Seat on Sears Board”，Bridgeport邮报，1991年5月9日。

⑰Silver with Zinn和Finotta，同⑭。

⑱同⑭。

⑲西尔斯支持他们的主要目的是提升外部董事的地位（所有3位执行董事都是西尔斯的雇员），他们同时承认他们的确采取措施将蒙克斯赶出董事会。一位西尔斯的经理，宣称并不知道内情：“今天申明的真正目的就是赶走蒙克斯。”

⑳Leslie Wayne：“Boards Shifts called Manipulative”，载《纽约时报》，1991年3月18日。

㉑编者按：“Let Brennan's Record Speak for Itself”，载《格林芝加哥企业名录》，1991年4月8日。

㉒编者按：“Independent Boards”，载《养老金与投资》，1991年4月1日。

㉓Robert A. G. Monks：“My Run for the Sears Board”，载《法律时报》，1991年8月12日。

㉔John Schmeltzer和Charles Storch：“Sears Shareholders Fire ‘Warning Shot’ at Exces”，载《芝加哥论坛报》，1992年5月15日，第1页。

㉕Ellen Neuborne和Michael Osborn：“Mutual Funds，Pensions Lead the Charge”，载《当代美国》，1992年5月15日。

㉖Patricia Sellers：“Sears：The Turnaround is Ending：The Revolution has Begun”，载《财富》，1997年4月28日，106～118页。

阿曼德·哈默和西方石油公司

1989年，西方石油公司在代理陈述中向股东告知，公司打算花费几百万美元来建造一个博物馆，专门用于展览西方的创始人，首席执行官兼董事长阿曼德·哈默博士的收藏。除此之外，还将用小得多的一笔钱出一本书，详细记载阿曼德·哈默生命中的两年。这本书精妙的研究了面对一个强大的首席执行官时，董事会受忽视的情况。

西方的代理表示，公司已经承担了出版哈默的一本自传的费用，这本书详细描述了他从1987年到1989年之间的生活。代理中陈述说，已经花了255 000美元了，估计还要再花120 000美元。西方的开销将从书的收入中得到补偿。因为两年前出版的哈默自传的第一卷非常畅销，因而这次出版也应该很成功。除去成本外的收入将全部捐给阿曼德·哈默世界联合大学，学校坐落在美国西部，蒙特祖玛，新墨西哥州。

比起在代理中描述的第二个目标来，出哈默传就是一个小投入了。西方保证给阿曼得·哈默艺术文化博物馆提供资金把它建在公司洛杉矶总部旁的一个建筑中。代理陈述说：“西方的董事会认为对博物馆进行财力支持将增强西方长期以来关心支持阿曼德·哈默的收藏这一声誉。”

西方将承担建造新博物馆的开支，同时把西方总部大楼里的四层重新粉刷，提供给博物馆无偿使用30年。估计这些花费将达到5 000万美元。

西方称为了几个股东诉讼案件的主题，他们指控说博物馆代表了对公司资产的不合理利用。在调查过程中，发现了更多事实，进一步证明了经董事会批准的股东的钱被大手大脚的花

掉了。例如，1980年，哈默以530万美元的价格买下了一本达·芬奇的笔记本名叫“透镜公司特手抄本”，哈默为之重新命名为“哈默手抄本”。后来人们得知这本笔记本是用西方的基金买的。换句话说就是，哈默花了西方的股东的钱买了一本以他自己名字命名的有关艺术的书。更卑劣的行为是竟然是董事会让他这样做的。

更有甚者，西方将在30年中为博物馆花2 400万美元。30年合同结束时，博物馆将有权从西方买下博物馆的建筑和西方总部大楼，按照“现行市场报价”，它将出5 500万美元，然后西方将把总部大楼作为租金从博物馆索回。

这里的问题不是说公司慈善捐款是否有利于股东。公司对于慈善水平的制定不止是合理的，而且应该受到鼓励。通过做慈善贡献，公司应该认识到他们对于社会的责任。这两种贡献都给长期股东带来了重要的利益，有直接的也有间接的。直接的是，股东可以享受慈善捐赠带来的优惠税务待遇。间接的是，他们可以获得社会声誉，公众支持和他们所热衷的名字被认可。但是，博物馆和书的计划是公司做慈善事业的一部分呢，还是给阿曼德·哈默的礼物呢？

看看这本书。无可争辩，哈默过着一种具有诱惑力的生活，他的第一卷自传卖得极佳，连续18周荣登《纽约时报》畅销书之列。然而，第一本书取得成功，让哈默博士本应该有可能与出版商商讨一个继续出版的和约。但是，哈默从西方的钱柜里借了钱并把钱给了一个人让这个人追随他环游了世界两年。如果这本书赚钱的话，西方可以从中获利，但是为什么股东能容许公司冒这个险呢？为什么一家上市公司竟然做起了向首席执行官提供无息贷款的工作？尤其是在得知那个首席执行官资产数以10亿计，本可以自己承担出版风险之后。

当然了，这本书的花销仅仅是花在博物馆上的钱的一个小零头而已，建造博物馆的钱已经超过了代理中提到的8 600万美元。1990年10月的一宗股东案件中断言总的支出将会接近1亿5千7百万。西方石油公司到底在买什么？

公司申辩说它“希望得到与建造博物馆等酬的公众认可”，这是一个极高的要求。哈默其实早就已经把他的收藏许诺给了洛杉矶郡县艺术博物馆了（LACMA），但是当该博物馆拒绝了他的某项要求时，他就背信弃义了。在他所有这些要求中，有一条是所有他的收藏都必须在室内展出，要以他的名义（也只能以他的名义），并且要自己的单独放在一起，不能和别人的弄混。他还进一步坚持在展览他的收藏的大厅门口摆上真人大小的肖像，不能只有他自己，还要有他的妻子。最后，他要求这些收藏要有专人管理，向阿曼德·哈默基金会负责，而不是向洛杉矶郡县艺术博物馆负责。哈默觉得博物馆马上回绝了他的要求是对他的羞辱，他发誓要在自己的博物馆展出他的收藏。洛杉矶人民感觉被这种突如其来的180°的大转弯背叛了。

西方想将通过建造博物馆来抬高知名度，但这种要求又一次遭到挫败。文艺批评家和历史学家认为哈默的收藏没有好到能够开办自己的博物馆的程度。如《纽约时报》说的，每一家好的馆藏，“都有成打的维多利亚风格的水壶及其优美的雕像和其他的蹩脚货。”[①]《时代》杂志更加尖锐：“收藏品中的大部分都是废品：一个名人用过的不知二手或是三手的大杂烩。”[②]用其他话说就是，西方的股东筹款9 500万美元建造的不是私人博物馆，而是二手产品博物馆。

股东们应该接受为纪念公司的创始人而建博物馆的花费吗？尤其是当博物馆里展出的各种艺术作品根本不属于他的时候？股东们应该支持哈默去获取热爱艺术的人，慈善捐献

家和慈善家的称号吗？西方的股东应不应该付出上百万美元的把收藏品从博物馆的一个重要的机构中转移出来，而仅仅是为了减轻哈默已经受损了的形象？

这家博物馆是不是算合法的慈善捐赠也是可疑的。按照特拉华州的法律（西方公司在特拉华州注册），超过国内税收准则的可减免慈善捐赠将被视为不合法。1988年西方公司的纳税收入是1亿1千1百万美元；慈善捐赠仅占这一数字的10%。然而，西方公司计划花8千6百万在博物馆上，比可以看作“合理合法”的1千1百万要多得多。

董事会去了哪里呢？我们先来看看董事会的董事长，传奇人物阿曼德·哈默博士本人吧。他一生的主题就是写了数百篇文章和几部书。他作为实业家、慈善家和非官方外交人员的一生跨过了整个20世纪。他是第一个与苏联和许多其他第三世界国家做生意的西方人之一。他与一些世界领导人是朋友。他同时也是一名确认有罪的重罪犯，因为他曾在1976年违反联邦慈善捐赠法规（后来被布什总统赦免）。在宣判过程中，宣判在洛杉矶举行，因为哈默太虚弱去不了华盛顿，他坐着轮椅出庭，挂着由隔壁一队心脏病专家控制着的心脏起搏器。他的律师向法庭说明哈默“是一位身体不好的老人，住在离办公室四个街区的地方，上班很迟，中午回家吃饭，还要午睡。”

因为年纪太大而且身体也不适于工作，哈默从1985年到1988年共获得了超过600万美元的补贴金。除此之外，他的每年要支付给他近200万美元（含最低保障金42万美元）的劳工合同按规定要补偿他的服务直到1998年2月，届时（如果他还在世的话）哈默就99岁了。这个合同的一个特征就是，无论哈默是否还活着它将全部支付。因此，在哈默死后，西方公司的股东还能为哈默基金注入1 830万美元。《洛杉矶时报》把这种补贴金的噱头称为“金棺材”。

然而又老又有病的哈默活得好好的，毫无疑问他是一个精力充沛而且全面管理公司事务的首席执行官，他用多种方式来管理公司就好像公司是他的王国。在华尔街，每当他一生病，他对公司的每一方面事务插手就会体现为股票价格上涨（确实，哈默去世的那天，西方的股票上涨了5亿美元）。

哈默对董事会精挑细选。一多半成员是内部董事，要不就是与公司有联系的外部董事。路易斯·尼泽是一个合伙人，克瑞姆（Arthur B Krim）是一名律师事务所的法律顾问，董事会批准建造博物馆的那一年他从西方公司获得了5百万美元。还有一位“外部董事”是托米奇（Rosemary Tomich），也是西方子公司的董事。哥罗曼（Arthor Groman）也是西方公司的一位董事，1987年曾从西方拿到180万美元律师费的律师事务所合伙人，同时哥罗曼还向哈默索取合法费用，他也是西方公司的有偿顾问。诺利（George O. Nolley）是Permian公司的创始人，这家公司后来被西方公司收购。

有一个广为流传的谣言说哈默已经向他的每一位董事递交了辞呈。无论是真还是假，西方的董事会随时对公司的专横跋扈的董事长的每一种奇想做出回应。

西方的董事会是错开的，分为三层。对这种错开的方法的冠冕堂皇的解释，是要保证董事会服务的连贯性。哈默已经91岁了；尼泽87岁；戈尔82岁；Krim79岁。董事会的一大半都超过了72岁。董事会的“连贯性”是公司所无法掌控的。

哈默似乎在未经董事会完全批准的情况下就开始执行博物馆计划。他向董事会执行委员会

汇报了他的计划书，但是直到现场施工已开始多时之后，该项计划才得到特别委员会（由外部董事组成）的批准。

股东起诉说特别委员会缺少全面审核博物馆计划的完整信息。例如，委员会采纳 DILWORTH PAXSON 公司的法律建议，而这家公司是由哈默向委员会建议的，并同时为哈默提供私人法律服务，可是委员会从来未被告知这一利益关系。委员会也在未经调查的情况下接受了5千5百万的期权价格，即博物馆如果要在30年后收购此设施需要支付的价格，而这一价格也是根据哈默挑选的评估师的报告提出的。他们接受了这一报价，而未顾及该报告从一开始就提出这幢耗资5千万元的大楼在30年后只价值5千5百万元（然而，洛克菲勒大厦已经建立60年，却依旧是纽约最有价值的商用设施）。

当委员会批准此博物馆计划的时候，他们并不了解：

- 哈默已对 LACMA 作出募款承诺，后来他食言后公众作出负面反应；
- 是否博物馆归自身所有还是归西方公司所有；
- 哈默和哈默基金会将要捐赠的艺术品的价值；
- 是否哈默将为博物馆提供任何财务支持；
- 博物馆在公司总部大楼内的免租金空间的成本；
- 此计划的税务问题，他们甚至不知道西方公司对博物馆设施建设的投资是否免税；

甚至西方公司应该从何处获取资金来支付此博物馆。

参议员老戈尔在离职之后表示他对他所批准的博物馆计划的细节知之甚少。被告方建议戈尔议员不要再去回忆董事会议的事情了。现在突出的问题是：他到底在董事会发挥了什么作用。但是这一问题可以同时问任何一名董事。

在大批投资者的反对下，股东诉讼得以了结，因为法庭发现捐款可以遵循商务判断法则得到保护。

那么，由谁确立责任关系最为有利？如何建立？

注 释

① 迈克尔·金梅尔曼（Michael Kimmelman），《阿曼德·哈默的无意识遗赠是博物馆争夺》，载《纽约时报》，1991年1月9日，B1页。

② 罗伯特·休斯(Robert Hughes),《美国最无价值的博物馆》,《时代周刊》,1991年1月28日,98页。

宝丽来公司（Polaroid）①

1988年春天，Roy Disney 领导的一个投资集团三叶草控股公司收购了宝丽来公司大约5%的股份。当时这个成像设备公司的股票每股售价30～35美金。

考虑到宝丽来的辉煌历史，这一成交价格幅度算是比较低的。自从公司1937年成立以来，可以说是美国最具创新的公司之一。宝丽来公司在兰德（Edwin Land）的领导之下，开发了许多科技上领先的产品，最有名的是瞬时成像相机。兰德本人的专利比除托马斯·爱迪生外的任何美国人都多。

但是如此辉煌的成就却无法保证商业上的成功。尽管宝丽来享有开发并改进瞬时成像技术的盛誉，公司却面临来自于物美价廉的35mm相机和胶片的激烈竞争。20世纪80年代末，宝丽来被认为已经该被收购了。原因有以下几个：

- 公司收益较低；
- 公司有少量债务；
- 尽管没有具体清算，公司有数量可观的资产以对柯达（Eastman Kodak）违反专利法的诉讼形式存在。估计在与柯达竞争中宝丽来将有巨大的损失，大约60亿美金。

宝丽来的反收购措施已经提上了日程，包括：

- 股东权益计划，或称为“毒药”；
- 通过书面承诺限制股东行为；
- 限制股东召集特殊会议的权利；
- 授权发行期权。

三叶草控股公司被视为潜在的受让人。毫无疑问，它希望以5%的股票作为竞标宝丽来的基础。6月16日，三叶草控股集团的Roy Disney和Stanley Gold在电话中试图联系上宝丽来的首席执行官布斯（MacAllister Booth）召集会议。布斯当时正在出差，他指示秘书告诉三叶草，他最近无法出席会议。然而，布斯缩减旅程，在第2天回到了波士顿，会见了宝丽来公司的投资银行勒曼兄弟公司（Shearson Lehman Brother）的代表。

Disney无法电话联系布斯，遂于6月17日写信重申其召开会议的意向。信中陈述会议的目的是“建立公司间友好关系的基础。”尽管三叶草没有暗示其恶意竞标的企图——布斯后来证实，信中实际上“没有任何威胁性的迹象”[②]——但是毫无疑问，三叶草已决定收购宝丽来。三叶草是一个收购工具，而宝丽来就是其主要目标。

宝丽来公司管理层最终决定会见三叶草，并将会谈时间订在7月13日。宝丽来提出了某些条件，包括要求三叶草在会议召开的日期以前，持股不得超过5%。三叶草对此表示同意，并且改变了先前继续收购股票的承诺。三叶草后来指控说改变这些承诺并保持5%以下的股份花费了50万美金。相应的，三叶草寻求保证宝丽来不会试图赢得时间设立反收购障碍。后来的法庭证词中，双方代表针锋相对。三叶草的一个合作者说，他受到了宝丽来的不打算改变从前形势的保证。相反，宝丽来的代表说公司只是承诺不会在7月13日会议以前卖给第三方[③]。

布斯和三叶草之间的会议并没有如期举行。7月12日，就在原定会议的前一天，宝丽来公司董事会召开特别会议，批准通过了一项综合计划进行重组公司并改变方向。计划中包括雇员持股计划（ESOP）的提案，该计划占宝丽来股份的14%。综合计划的其他细节还包括进入35mm胶片国际市场的承诺，和各种例行措施及降低成本的措施。

董事会批准了这一计划，并且发布新闻宣布14%的ESOP的形成。同时，三叶草被通知原定于第2天的会议取消了。

根据特拉华州的法律，恶意收购者必须获得公司股份的85%，并在3年内完成合并。如果ESOP计划的股份被视为再任管理层的义务的话，就几乎会毁掉三叶草收购宝丽来的机会。

三叶草强烈抗议宝丽来董事会的决定。Gold写信给布斯说，“与你所宣称所谓的‘综合计划’会提高股东价值相反……我认为有些计划的后果将对此价值产生巨大的负面影响”。同

时，三叶草宣称，将努力在特拉华州的法庭上寻求使 ESOP 失效的行动，原因是宝丽来领导者在假想的威胁中草率地采取 ESOP 计划，从而违背了他们的受托责任。

然而，在案子送到神圣的 Wilmington 议院之前，三叶草开始了计划已久的公司竞标。1988 年 9 月，三叶草以每股 42 美金的价格对宝丽来公司的所有股票竞标，要求得到 90 % 的已发行股票，被宣布作为 ESOP 的股票在法庭上就是无效的。后来，三叶草将每股的标价涨到 45 美金，并宣布如果取消 ESOP，标价还会涨到 47 美金。宝丽来董事会裁定三叶草的竞标是“不适当的”并宣布了与三叶草公司的对立立场，例如：

- 价格不足；
- 三叶草竞标中条件过高的融资政策；
- 如果三叶草获胜，宝丽来的财务杠杆范围；
- 宝丽来光明的前途；
- 三叶草的收购可能会对预期的柯达诉讼案的收益有损害。在最后一点上，董事们宣称三叶草将被迫过早结案而收益较小，或者三叶草将不会被视为违反专利法的受害者而因此受到较少的回报。

9 月 20 日的新闻发布证实了对出价方的反对。布斯说：“董事会也考虑到了其他几个因素来实施 7 月 12 日宣布的综合计划，包括宝丽来的出色的发展。”

三叶草对宝丽来的兴趣现在完全变成了收购斗争。三叶草不得不说服宝丽来的股东卖出股票，尽管宝丽来的管理层强烈建议不要这样做。当然，三叶草的竞标完全取决于 ESOP 计划。如果特拉华州的法庭裁决 ESOP 计划无效，三叶草就有很好的机会赢得竞标；如 ESOP 获得支持，三叶草的收购机会就近乎于零。

1988 年 12 月至 1989 年 1 月，助理法官 Carolyn Berger 听取了案子。

案子深入到了一些细节，如实施 ESOP 的时间选择和它所要产生的影响，也提出了以下一些问题：

- 董事们批准通过 14 % 的 ESOP 时是否完全知道计划的条款？例如，董事会是否考虑到 ESOP 对生产效率或公司的独立性的影响？董事会是否知道公司雇员对计划的反应？
- 董事会是否有责任研究这样的问题？
- 宝丽来采用 ESOP 是主要为了威慑三叶草，还是出于基本的商业目的？

1989 年 1 月 6 日，Berger 陈述了她的观点，支持宝丽来的 ESOP。在我们评价这一观点的优点之前，让我们先考虑几个事实。

宝丽来的 ESOP：特拉华州参与裁决

从 1985 年开始，宝丽来就开始考虑 ESOP。那一年管理者提出建议要在 10 年内分配 400 万股票。那时，管理层强调，除了其内在的好处外，这一计划的一个优点就是有助于威慑恶意收购者。

1987 年，计划更加深入。管理者决定 ESOP 将由雇员资助，他们将用各种收益换取计划中的股票。召开了各种与雇员代表的会议，探讨何种雇员收益可以交易并支付计划以及由此种交易支付的计划的规模。

1988 年 3 月的会议上，宝丽来的公司收益委员会讨论并批准了占公司股份 5 % 的 ESOP。这项提议在 4 天后即 1988 年 3 月 29 日提交到公司董事会。尽管没有讨论计划的规模，董事会原则上同意了。会议的备忘录写道："计划应该在目前公司兼并越来越多的情况下提供稳定因素。"[4] 董事会批准 ESOP 建议，但是规定要由雇员收益交易来资助，并且股票在开放市场买卖，以避免对股东的冲减股份收益的影响。

在对董事会的陈述中，公司财务总监 Harvey Thayer 表示，雇员 401（k）计划与利润分享或退休贡献制度的开支，可以转换为少于 5 % 的 ESOP。一些董事建议只要计划可以保持股东的中立，ESOP 可以超过 5 %。

会后宝丽来召开新闻发布，宣布形成较小规模的 ESOP。发布会说："按照目前的预想，ESOP 将拥有公司已发行的 5 % 以下的股票。

后来在 Berger 法官面前为此计划辩护时，宝丽来董事长和公司前任 CEO 马昆（William J. Mccune）证实说，当时 ESOP 没有超过 5 %。

Berger 法官总结说："简而言之，我很满意新闻发布是准确的——董事会原则上同意 ESOP 占有公司公开发行的股票的 5 %"[5] 这就是当时情形，三叶草负责人写信给宝丽来，确定是宝丽来股份的大股东并有意会见其管理层。布斯后来证实这封信是个震动。Norwood 说，得到这个消息，好像一盆冷水当头淋下[6]。

6 月 26 日，即收到三叶草的"友好"来信的第 9 天，由宝丽来的高级经理组成的管理执行委员会（MEC）在一个特殊的星期日早会中，讨论了对三叶草建议的回应。Berger 法官写道："正如布斯所言，由于三叶草的来信，每个人都想尽快将 ESOP 的股份筹齐。"[7]

然而，似乎不可否认，5 % 的 ESOP 是不足的。用 Berger 法官的话说：

> 布斯宣称他希望更多的 ESOP 应由 5 年的增值来保障（这就是给工作 5 年的全体雇员自动增加 5 % 的薪水）。显而易见，布斯很奇怪 MEC（在 4 月还不同意削减甚至 2 % 的薪水资助 ESOP)急于推行更多的 ESOP。布斯甚至不得不对他的领导唱反调，指出削减薪水把股票卖给雇员不是一件容易的事……在讨论过程中，委员会得知 ESOP 超过 18.5 % 时需要征得股东批准。尽管在会上委员会争取 20 % 或更多的 ESOP，当他们知道这个附加要求时，他们同意 18.5 % 是 ESOP 的上限[8]。

6 月 29 日，布斯会见了两位雇员代表。他告诉他们，他已经决定用全面的 5 % 的薪水削减、401（K）匹配基金及随后的薪酬标准调整和分红制退休金来资助 3 亿美金的 ESOP。雇员没有对这个消息感到兴奋，正如 Berger 后来在法庭上强调的："两个雇员不同意 5 % 的薪水削减，并指出将会对雇员产生严重的经济冲击。"[9]

决定了增加 ESOP 和资助方式以后，布斯希望在下一次，即 6 月 26 日的例行董事会前实施计划。他证实了他的目的，7 月后两周适逢宝丽来每年的暑假，并且他不想雇员在他们的假期报纸上读到新的 ESOP 和薪金削减（如果董事会批准）的消息。于是布斯尽早的召集了一次董事会特别会议，也就是 7 月 12 日——与三叶草预定的会议的前一天。

由于通知时间过短，3 名董事无法参加，并且另一位没有等到投票便离开了。

然而至少有一位经理主管主观上设法参加会议。Berger 法官评论，"会议记录并不准确……[记录]提及 Harlor [公司人事处助理经理]作出两项提议，而他事实上甚至于没有参加会

议。[90]会上，Berger向董事会解释“综合计划”并寻求批准扩大的ESOP。

ESOP被讨论两个小时。Berger写道，“尽管董事们早在3月29日就已经批准了ESOP的观点……但是他们从来没有考虑过3亿美金这么多的ESOP，并且他们从来没有考虑到用雇员薪金削减来资助ESOP（如果不考虑数量）……董事们没有置疑管理层选择的ESOP的多少，也没有问及或讨论其他的资助来源。”[91]董事们也没有讨论另外两件重要的事。Berger法官注意到：

- 雇员代表团强烈反对削减薪金并且提出替代的资金来源；
- 14%的ESOP使对宝丽来的恶意收购几乎不可能。

在Berger法庭上辩论的一个重要问题，就是宝丽来的董事们是否受到商业裁决章程的保护。

根据特拉华州的法律，董事“对公司和股东负有不可懈怠的信托责任”（史密斯和果康的辩论，*Smith v. Van Gorkom*）。通常，“假定在作商业决策时，董事在广泛收集材料的基础上，以美好的愿望代表公司最大的利益作出决策”，此时，董事受到商业裁决章程的保护（阿荣森和路易斯的辩论，*Aronson v. Lewis*）。商业裁决章程不保护“在作商业决策前没有充分注意所有可得信息”的董事（阿荣森和路易斯的辩论，*Aronson v. Lewis*）。

商业裁决章程在董事面临收购威胁时同样有效。然而在这种情况下，“总是有一种狐疑，董事会为了自己的利益而作出反应”(尤诺柯和皮萃纽姆的辩论，*Unocal v. Mesa Petroleum*)。这样，特拉华州的法庭为收购事宜建立了一套更加冗长的商业裁决标准。董事必须表明他们有“合理的基础相信存在对公司政策下效率的威胁”，并且采取的反收购措施“与出现的威胁相比是合理的”（尤诺柯和皮萃纽姆的辩论，*Unocal v. Mesa Petroleum*）。如果董事会面临威胁时希望受到商业裁决章程的保护，他们必须作这种称为“Unocal分析”的决策。

三叶草的陈词很简单。因为公司董事会批准ESOP违反了信托责任，所以宝丽来董事会作出的决定不应受到法律保护。

三叶草指控说，董事们或者没有被通知到或者被错误的通知。他们没有履行他们的责任，考虑所有“他们可以得到的信息”（*Aronson v Lewis*）。尤其是批准宝丽来资金结构作巨大变动却没有置疑管理层关于ESOP可以提高生产率的结论。董事会只是简单的认为这种陈述合理，却没有作任何独立的或者专业的验证。同时，董事会没有被告知——甚至被布斯误导——雇员反对削减薪金。三叶草在其预审备忘录中写道，“我们相信董事不置疑管理层将ESOP增至3倍的结论性建议的可靠性反映了一种利己的动机，就是保护多年来与管理层分享的公司权利。”[92]三叶草同时辩论说董事会批准ESOP为防御性措施却没有作Unocal分析。三叶草断言，“宝丽来应该使人相信，但是却又无法使人相信：（1）出于防御目的的锁闭的ESOP是对任何可感觉到的威胁合理调查的产物；（2）这个锁闭的ESOP本身是对任何这种威胁的合理反应。”[93]三叶草总结说，宝丽来的行为“当然是对大股东请求见管理层的一种不合理也没有正当理由的反应——布斯也承认，认为这是一个非威胁性的、且在何种情况下任何人也不会感觉到任何威胁的请求。”[94]

三叶草辩论说，由于这些原因，批准ESOP的决定不应当受到商业裁决章程的保护。董事会违反了他们的信托责任，所以ESOP计划应该被法庭宣布无效。

用Berger法官的话，宝丽来辩论说，“ESOP能经受住最高级的司法审查。如果是这样，

不管程序上是否有问题，它都是不相关的，因为结果是一个完全公正的计划。”[15]换句话说，考虑到最终结果是一个有效的 ESOP，宝丽来断言法庭不应该对方法进行怀疑。

Berger 法官的裁决

法官首先考虑到商业裁决章程。董事是否得到了“所有信息”？ Berger 法官推断董事会的确仓促行事，在一个短时间通知的会议上只讨论了两小时就决定实施 ESOP，而且预先没有分发材料，有 3 名董事缺席。“毫无疑问，董事不知道所有的相关因素”[16]。

然而 Berger 法官站在了被告的立场上，她同意“除非是信息极度缺乏导致董事集体失察，否则他们的决定不应该由于缺乏信息而被排除在法律保护之外”[17]。宝丽来承认董事不知道雇员反对对薪金的削减。但是说这对于扩增 ESOP 的决定并不是至关重要的。毕竟董事们很难想象雇员会欢迎削减薪金。这样，董事会没有被完全告知这一点不会导致他们群体失职。

另外，Berger 法官考虑了如果三叶草的进步的确构成一种威胁，宝丽来对这种收购威胁采取了不当的反应。她考虑了先前送到特拉华州的一些案子，那些受让人指控他们的目标采取不公正的防御措施。她写道：“然而这些案子没有一个像现在这样针对主要由中立的董事组成的董事会是否被视为处于与提出议案的管理者同样的目的而行事。”[18]换句话说，如果管理者将增加 ESOP 作为反收购措施，而董事会由于其他原因而批准了比如提高生产率，那又怎么样？

最后，Berger 法官决定所有这些问题都是毫不相关的。无论是董事会没有知道足够的信息还是没有作必要的 Unocal 分析，都不应该自动使公司交易失效。在上述任何一种情况下，商业裁决章程都不适用，所讨论的交易应该经过审查确定是否完全公正[19]。这样，Berger 将董事会决策程序是否公正放在一边。她基本上依照批准的 ESOP 是否对公司及股东有利来审视这一问题。

法官写了三行话讨论后一个问题：

1. ESOP 会不会危害生产？

2. 它是不是必然危害收购？

3. 它会不会不公正的冲减股票价值？

她对三个问题都回答“不”。对第一个问题，Berger 总结，即使 14 % 的 ESOP 在雇员中不是很普遍，也不可能危害生产。而且，ESOP 的成本不会损害公司运营能力。

对第二个问题，法官同意 ESOP 股份更可能成为责任管理，但她指出雇员心中保留了对 ESOP 取舍的权利，所以对受让人的劝诱是开放的。她观察到：

> 我发现 ESOP 反收购的特点并没有造成它的不公正。考虑到它的秘密条款，我们不能说管理者控制了［ESOP］股份，或者说给管理者的支持在任何方面损害了公司或者它的社会股东。ESOP 可能意味着潜在的受让人为了成功收购将不得不赢得雇员的支持。然而，并不表示这种支持是或者将是不可获得的[20]。

最后，她发现了冲减效应但否定了它的不公正，因为 ESOP 股份由公司发行而且在公开市场上买卖。社会股东的利益就被冲减了，但是从她的观点看这没有造成 ESOP 的不合理。Berger

决定没有确凿的证据证明冲减作用对除宝丽来雇员外的股东有负面影响。实际上，她补充到，如果 ESOP（如希望的）导致生产率提高，这种冲减反而会被增加的收入所补充。Berger 法官表明了她的如下观点：

> 考虑了所有的证据以后，包括 ESOP 建立的时间进程、结构和运作、它的目的和可能的影响（作为激发措施或者反收购手段），我很满意宝丽来的 ESOP 根本上是公正的。尽管它有冲减股份收益的效应，但本质上是股东中立的。在取舍及买卖规定上是结构合理的。并且在这个案子的各因素中，我没有发现实施的时间进程或者可能的反收购结果是可以反驳的[21]。
>
> 被告在三叶草采取任何进一步表示对宝丽来的兴趣措施之前，匆忙实施 ESOP。会议的时间安排、分配规则的改变和发行股票的决定至少在某种程度上出于对三叶草的潜在的竞标要求增加一道障碍的目的，然而 ESOP 部分为防御措施这一事实并没有造成其不公正。这是一项防御性措施（假定它是）计划，并且显现出极大可能增加公司及其所有股东的价值，这并不阻碍股东接受并考虑其他选择。总之，不管董事是否充分考虑过，他们采纳的计划都是公正而且不应废除的[22]。

三叶草没有放弃竞标，而且对 Berger 的裁决提起上述。

让我们在更广阔的范围看一下 Berger 法官的决定。关于经理、董事会、股东和雇员之间的关系，这个案子能告诉我们什么？谁被委托了什么，代表了谁的利益？

大家都知道股东委托董事会监督管理，董事们受托监督公司在代表着长期利益的前提下组织管理。

Berger 法官没有看到其真实性吗？

法庭知道董事会没有被通知。Berger 法官写道："毫无疑问，董事们不知道所有的相关因素。"

作为股东，你希望你选出的董事会在仅 2 个小时的会议上考虑公司 14 % 的资产再分配吗？况且有 4 名董事缺席。

当宝丽来的股东购买股票时，他们还会相信董事会有彻底的管理吗？

Berger 法官甚至总结董事会由于不同的原因接受了管理者 14 % ESOP 的建议。法官写道："证据表明管理者在对收购威胁作出反应，还不清楚缺席的董事是否以防御模式进行操作。"[23] 换句话说，Berger 法官认为董事会批准了 ESOP 的决定有效，即使当时没有完全领会管理者推荐 ESOP 的动机就批准通过了。

考虑到董事会承认不知道所有的因素或者没有领会管理者的动机，如果你是宝丽来的股东，你还会委托那些董事监管公司吗？

Berger 法官决定这些问题无需回答。尽管她知道董事会不知情，她不相信会如此严重以至

于群体失职。Berger 说董事会不知道的信息相对不重要，而且由于董事会决策如此仓促，他们用种种方法最终批准了本质上公正的计划。

让我们进一步看以下 Berger 的推理。一方面，法庭必须确保经理对股东负责；另一方面，他们不希望束缚管理者冒险和创新的精神，其结果就是商业裁决章程对“程序”的侧重。只要董事们仔细认真的作决定，结果不会被怀疑。

然而，在这个案子里 Berger 完全颠倒了这个公认的原则。她裁决，尽管过程值得怀疑，但结果是公正的。换句话说，如果过程公正，但结果不公正，董事们是受法律保护的。并且，如果过程不公正，但结果公正，法庭同样不会怀疑决策的制定。

谁能失去或者与股东分开?

很显然宝丽来的管理者和董事会面临利益上的冲击。毕竟三叶草的竞标成功将意味着责任管理者的失业。正如法官在 Unocal 中所陈述的，在面临潜在的收购威胁时，总会有管理者和董事会为了自己利益而行事的狐疑。根据案子中大量的法庭证词，至少 ESOP 的一个动机是为公司减少被收购的可能。这可能不是主要的动机（事实上，如果是主要动机，法庭将没有其他选择，只能宣布 ESOP 无效，因为特拉华州法律中不允许董事出于防御目的发行新股票），但是宝丽来的执行官和董事们都承认防御是他们创造并增加 ESOP 的动机之一。

考虑到这个事实，难道我们不应该进一步检查他们的决策制定吗？难道我们不应该要求董事们在分析 ESOP 时更加严格吗？或者难道我们应该同意 Berger 法官的观点，只要结果正确，董事会批准 ESOP 不论是仓促还是不知情都无所谓吗？

这些问题引起另外一个问题：谁最终决定什么是公正的？股东拥有公司，他们雇佣经理为他们运行公司。但是由于股东很多并且各不相同，他们选举董事会代表他们监督管理。问题是：如果董事会渎职，谁来保护股东利益？Berger 法官决定她应该保护股东。她辩论说董事没有执行“商业判断”，所以“讨论的交易应该被审查以决定是否完全公正”。Berger 法官自己进行了审查，并认为批准通过此交易代表了股东的利益。难道股东们不能自己决定吗？在股东签署的委托书上解释 14 %的 ESOP 并在年会上投票表决是一件很简单的事。我们已经知道管理者在增加 ESOP 时讨论的一件事就是避免 18.5 %这个需要股东同意的上限。

为什么管理者害怕寻求这种批准？难道不能相信股东按照自己的利益行事吗？难道事关公司资本结构的重要决定应该留给法官来做吗？

你怎样考虑形成 14 %的雇员持股计划背后的动机？你相信将 ESOP 从 5 %增加到 14 %的决定，只是三叶草表示了对公司有兴趣的结果吗？你相信建立 ESOP 的目的主要是从雇员的利益出发，或者是抵御潜在的收购吗？

案子上述到特拉华州法庭之前，宝丽来又实施了一些诡计。1 月 29 日，公司宣布了一个

彻底的资本结构改变。宝丽来说将要花 11 亿美金以每股 50 美金的价格收回 22 %的股票，并且要发行优先股给公司合伙人——华尔街 Lazard Frères 公司操作的一个投资公司。这家投资公司为此支付 3 亿美金，并且可以兑换为普通股票的 10 %。

宝丽来辩论说，与三叶草所提供的事实相比，资产重组计划是实现股东价值的更好的方式。Shearson 根据柯达诉讼案中收回的大约 12 亿美金和管理者的财政计划——根据历史记录假设为 10 %——发表了对这一结果的观点。如果能达到这种销售增长，宝丽来将趋近《财富》500 强名单之首。

在新闻发布上，布斯将公司的资本结构重组描述为“一个旨在直接为股东送去一部分公司现有的财产并且提高宝丽来增加股东价值的前景的计划”。

三叶草对这个声明态度截然相反。Gold 描述资产结构重组为“又一个管理者不惜任何代价进行防御的不负责任的迹象……[这个改变]没有任何商业上的目的”。Gold 继续说：

> 发行优先股和计划回购股票很显然是防御性行动，意在以宝丽来的社会股东利益为代价，将更多的宝丽来股票囤积在“友好者”的手中……宝丽来略微掩饰，努力在年会上争取支持形象的说明其管理者更希望维持现有的地位，而不想依照三叶草所提供的给股东一个以每股 45 美金出售其全部股份的机会。

关于 ESOP 的又一场正在进行的法律争端中，三叶草宣布将要在特拉华州法庭诉讼宝丽来和公司合伙人，断言资产重组是用来威吓三叶草的收购，主观上没有任何有效的商业目的。这个案子就是前面说的 Berger 法官裁决的案子的后续，称为“宝丽来 II”。

几天后，三叶草宣布将通过代理人斗争寻求对公司的控制。也就是三叶草将提名自己的董事，并且努力在年会中使他们被选举到管理者的位置，这正好类似于一种徒劳的竞标。ESOP、回购和与公司合伙人的交易结果使 30 %的宝丽来股份集聚在与管理者友好者的手中，这几乎是压倒性的抵抗。

三叶草竞标的努力在特拉华州最高法庭审理 Berger 法官裁决的上诉时搁浅了。3 月 23 日，法庭支持 Berger 的裁决，宣布宝丽来的 ESOP 有效。4 天后，三叶草宣布放弃对宝丽来将近一年的兴趣，并取消其代理人的斗争。Gold 说：“我们很失望，对特拉华州法庭很灰心。”[3] 在宝丽来和三叶草最终达成的协议中，照相公司同意偿还三叶草公司 2 千万美金开销，同时在三叶草的广播电视台购买 5 百万美金的广告时间。作为回应，三叶草同意 10 年内不再寻求对公司的控制。

注　释

① 除引用其他文献之外，本案例研究的所有信息出自相关的法院文献。参见三叶草控股公司诉宝丽来公司案特拉华州，民事讼诉 10,075 号和 10,079 号，伯杰法官，V.C.（1989 年 1 月 6 日）。也可以参见“宝丽来 II”，三叶草公司以及据称是反对宝丽来公司、公司董事及合伙人的一些股东的申诉，L.P.。

② 参见原告审判前的备忘录，35 页。

③ 三叶草控股公司诉宝丽来公司，同①，19 页。

④ 同①，11 页。

⑤ 同①，13 页。
⑥ 原告审判前的备忘录，35 页。
⑦ 同⑥，20 页。
⑧ 同⑥。
⑨ 同⑥，21 页。
⑩ 同⑥，24 页。
⑪ 同⑥，26 页。
⑫ 同⑥，96 页。
⑬ 同⑫。
⑭ 同⑥，6 页。
⑮ 三叶草控股公司诉宝丽来公司案同①，30 页。
⑯ 同①，33 页。
⑰ 同⑯。
⑱ 同①，35 页。
⑲ 同①，36 页。
⑳ 同①，44 页。
㉑ 同①，48 页。
㉒ 同①，49 页。
㉓ 同①，35 页。
㉔ 达纳·肯尼迪（Dana Kennedy），《三叶草控股公司放弃与宝丽来公司长达 8 个月的争斗》，载《华盛顿邮报》，1989 年 3 月 28 日。

CHH 百货公司（CARTER 荷利 HALE）

1984 年，CHH 百货公司是美国西海岸最大的零售连锁店，同时也是美国第六大零售连锁商店。CHH 的总部设在洛杉矶，它遍布全国的商业王国，范围从追求时尚的洛杉矶地下室廉价部，一直到第五大街上的经销最流行服饰的小商店，其间还有一家连锁书店。Bergdorf – Goodman、Contempo Casuals、Emporium – Capwell、Hole Renfrew、Neiman – Marcus、Thalimers、Walden Books、John Wanamaker 和 Weinstock'公司都齐集于 CHH 旗下。

从 1973 年起，这个门类繁多的企业集团首席执行官就由荷利（Philip M. Hawley）担任。他领导公司开展了一场雄心勃勃的收购运动，使总收入增长 3 倍。

然而，尽管公司推行了强势的产品经销特许权，人们却普遍认为薄弱的管理拖了公司的后腿，在华尔街上一句流行的关于公司的俗语反映了这一点：上帝给了他们南加州，他们却给搞砸了。荷利的收购计划导致了销售的大幅增长，但利润却不然。在荷利履行职责的 10 年间，公司的净收益几乎没有增长。

在荷利的王国里，并不是所有的方面都毫无建树。他的特色店部门、特别是他的现代休闲服饰公司（Contempo Casuals），经营得非常出色。然而包括百老汇公司（The Broadway）和 Emporium – Capwell 在内的大百货商店却相继出现了边际报酬。

公司迟缓的增长反映在它的股价上。CHH 没有跟上 20 世纪 80 年代市场其余部分的飞速增

长，股价徘徊在每股 20 ~ 25 美元。但股票却能带来 1.22 美元的高额股息，促使 Barron 的作者斯坦（ Benjamin J. Stein ）评论到：“一些投资者把 CHH 看作没有偿还日期的债券而不对公司事务发表意见。”[3]

敌意收购

1984 年 4 月 3 日，CHH 的管理层接到一个试图接管公司主动投标。想要成为买家的利米特德公司（ The Limited ）——一个总部设在俄亥俄州的雄心勃勃的零售商，由亿万富翁瓦格斯纳（ Leslie Wexner ）领导。利米特德公司提出以每股 30 美元的价格（比投标前有将近 50 % 的溢涨）收购 56 % 的 CHH 股票，然后利米特德公司的所有股票即相当于 CHH 剩余股票每股 30 美元时的价值。

CHH 回应以强有力的反击，管理层不会不战而降。

CHH 采取的第一步措施，就是立即回购自己的股票，目的很明确，就是要整批收购足够的股份以防止利米特德公司取得优势地位。随着公司在一周之内买回了近 1 800 万股，CHH 的股票节节攀高。

战略的第二步，利米特德公司寻找一个所谓的“白衣骑士”来帮忙。通过劝说一个友好的第三方来收购较大的份额，CHH 就能使股票免于落入利米特德公司之手。通用电影公司（ General Cinema ）是 CHH 最大的股东之一，公司首脑是史密斯（ Richard A. Smith ）。通用电影同意斥资 3 亿美元购买特别发行的优先股。这些股票有优先表决权，将使史密斯虽然只有相对较小的股票份额时却有 37 % 的表决权。股票保证有 13 % 的红利，而 CHH 需付出每年税后 3900 万美元的代价。最后，史密斯获得了瓦登书店（ Waldenbooks ）（这可能是 CHH 最盈利的资产）的折价购买权。作为交易的交换条件，史密斯同意在表决时和 CHH 董事会大部分成员的建议保持一致。

作为对 CHH 防御措施的回应，利米特德公司把自己的收购价提高到每股 35 美元，大约比 CHH 被出价收购前的交易价格上涨了 75 %。

但是 CHH 和通用电影的交易并不能确保其独立地位，能够决定这场收购战成败的股票的关键部分掌握在雇员手中。

CHH 多年来一直实行一套员工分红方案，构成如 401（ K ）。大多数 401（ K ）方案允许雇员在纷繁的投资选择中进行挑选，但是 CHH 的方案只购买公司的股票。当退休的时候，雇员可以索取他们多年来收集的股票或相应的现金。因而，那些在此方案下进行储蓄的雇员，若想使他们的储蓄有所增长，就要完全依赖于公司的股票的良好表现。此方案涉及到公司 56 000 员工中超过 20 % 的人及大约 650 万美元的 CHH 股份。在利米特德公司投标之前，这些股份占 CHH 公开发行的股票的 18 %。公司努力回购股票以后，这个份额上升到了 39 %，但由于通用电影购买的优先股，此方案的股份仅代表 23 % 的表决权。这个方案的规模使它在收购战中有实质上的决定权。假如利米特德公司能说服 CHH 的雇员投票反对现任管理层，那么他的收购就几乎稳操胜券。

这就使此员工持股方案的受益者们和公司高管层之间产生了利益上的分歧。假如雇员把自己的股份提供给利米特德公司，他们会立即从他们的 401（ K ）储蓄中得到 75 % 的收益，而利米特

德公司的收购就会获得成功。但是从执行官的角度看，利米特德公司的成功竞标，就意味着他们的事业走向终结，因为一旦 Wexnex 取得公司的控制权，则肯定会更换高级管理层。因而，尽管出售股份和员工的利益有关，但从 CHH 的主管们的利益出发，他们要确保员工不那么做。

美洲银行的作用

解决此种分歧的责任落在利润共享的受托人美州银行身上。根据雇员退休收入安全法案（ERISA），这种方案的受托人必须确保方案的资产在完全符合参与者和受益人利益的方式下经营并对他们完全忠实。

为达到这个目的，一个受托人在执行方案时不能存在任何形式的利益冲突或者进行任何涉及到利益冲突的交易。

美洲银行在处理利润分享的股票方案时有利益冲突吗？

- 银行同意成为 CHH 收购防御战中的主要贷款人。它安排了一笔 9 亿美元的信用贷款给 CHH，许诺收回单个最大的 9 000 万美元的股份。这笔钱中的大部分用来购回 CHH 的股份。通过这项服务，银行收到 50 万美元的初期费用。
- 在利米特德公司宣布 CHH 是其投标目标之前，美洲银行曾同意把 500 万美元交与利米特德公司用于未明目的的收购上。但是当得知 CHH 是其目标时，银行取消了这项安排。
- 荷利担任美洲银行的董事，是执行委员会的一员，并且担任赔偿委员会主席，他在这些职位上工作已近十年。
- 多年来，这家银行就是 CHH 最重要的贷款人，在利米特德公司提出收购的时候，它还有超过 5 700 万美元的未偿还贷款和最高限额未 1 500 万美元的信用贷款。
- 利米特德公司宣布进行收购之后，美洲银行随之修订了这些贷款协议，这样即使 CHH 董事会大部分成员被撤换，这些贷款会自动转化未欠款。假如利米特德公司的收购取得成功，银行可以介入并迅速重新取得 CHH 的资产，至少理论上如此。

斯坦在 *Barron's* 中写道：“美洲银行应完全根据股东即员工的利益来执行方案。但是它同时为 CHH 管理层提供积极的高回报的服务，在确保方案中的股份投票反对收购方面有至关重要的意义[2]。

你同意这种评论吗？

在开始制定 CHH 的利润分享方案时，公司管理层和银行方面的委托人之间出现利益纷争的可能性就已经被提到了。签订于 1971 年的委托协议包括一项“议定”条款，假如 CHH 遭到敌意接管投标，则此条款即生效。在那种情况下，美洲银行需通知方案参与者出价的条件，并且允许他们秘密表决自己股份的归属。

尽管有“议定”条款，银行在 ERISA 下仍有两方面责任：首先，它必须向雇员全面说明出价条件，以保证他们是在了解详情的条件下进行选择。第二，银行有义务确保他们独立作出选择，不受来自管理层的压力而投票支持他们。制定“议定”条款是为了在敌意收购情况下达到这两个目的。根据其中条件规定，银行将告知雇员收购的条件，然后每个人指示银行决定自己

账户中的股份的去向。假如此方案中持股雇员半数以上通知银行卖出他们的股票，那就意味着出售方案中所有的股票。反之，股票将完全不会卖出。

当利米特德公司提出竞标时，“议定”条款才首次被考验。然而竞标刚刚提出，条款的条件就被彻底修改了。

在新的条件下，CHH的雇员股东们被给予4种选择：

- 代表方案中股份持有的大多数参与者选择出售时，可以出售他们账户上所有的股份。
- 除非多数人同意出售股份，否则不出售他们的股份。
- 尽管大多数人同意出售，也可以不出售他们的股票。
- 尽管大多数人反对出售，也可以出售他们的股票。

雇员们收到解释这些选择的信函。信中称，假如方案的参与者选择最后两种或其中之一的话，银行将无法为他们的表决保密。换句话说，假如一个CHH的雇员决定把股份卖给利米特德公司（实际上就是投票反对管理层），CHH的管理层就会知道他/她这么作了。这是因为方案参与者的账户记录由公司保存而不是由银行保存。

银行的说明中还附加提到在新的条款下，任何没有受到雇员指令的股份将自动根据第二种选择来处理——除非大多数人决定出售，否则不出售自己的股份。

计划中所有资产最终将分配到为参与者保留的个人账户中。但在任何规定的时间内，此方案拥有大量的不分配的股票，因为在一年期间，获得的股份直到年底才会分配到个人账户中。在The Limited投标时有80万股这样的股票，即方案总额的11.4%。银行宣布这部分股份将和方案中大多数持股者的选择保持一致。

银行是在代表CHH高级管理者的利益还是代表参与者的利益行事呢？银行是否履行了ERISA的要求，对受益人完全的忠实呢？管理者知道雇员如何表决，这是否构成了强制？

劳工部关注此事

负责监督ERISA基金的联邦机构——退休金及社会福利管理局（PWBA）和劳工部（DOL）的一个部门——提出了一些问题。当时PWBA由本书作者之一的蒙克斯领导。1984年4月30日，蒙克斯给代表美洲银行的法律公司写信通知他们在这个案子中PBWA的意向。信中强烈表示如果美洲银行不改变某些“议定”条款（比如以大多数人反对出售这一观点来决定未分配股票的去向的规定），银行将在ERISA的规定下违反其信托责任。

DOL的警告仅仅是诸多正式提出的对CHH和美洲银行的管理和法律质疑之一。

- 一个CHH雇员对美洲银行提起诉讼，指控其监管利润方案不当。
- 证券交易委员会（SEC）起诉CHH，根据是大规模回收股票构成了非法收购。
- 纽约股票交易所（NYSE）威胁CHH要将其除名，因为向通用电影发行的优先股及其引起的冲减股值的效应在没有得到股东允许的情况下就完成了。
- DOL总结说修改的“议定”条款不足以保护雇员的独立性，并准备诉讼，指控其违反了ERISA。

《纽约时报》评论说："分析家昨天说，考虑到荷利的法律和投资顾问，他还会惹上 SEC 、股票交易所并有可能惹上劳工部的大麻烦，这简直不可思议。"[3]CHH 雇佣了纽约的公司 Skadden 、 Arps 、 Meagher 和 Flom 为顾问，摩根·斯坦利公司（ Morgan Stanley ）作为投资顾问。

CHH 躲开了这些一个又一个的麻烦。NYSE 与公司达成协议，在此之下， CHH 股东将有机会在夏天对通用电影问题表决。此后不久，洛杉矶法庭裁决 SEC 的起诉毫无价值。不到一个星期以后，又一个洛杉矶法庭对雇员的诉讼不予受理。法官同意美洲银行的辩论，监督计划实施的信托部和安排为 CHH 反收购贷款的商业部之间没有关联。

然而，美洲银行则不一样。在 PWBA 准备的一个陈述草案中， DOL 指控说，在 ERISA 规定下"参与者必须有自由的选择，有一个完全中立的托管方监督。"[4]陈述辩论说美洲银行在两方面冲破了这个底线：

1. 修改的"议定"条款没有给员工自由无压力的选择。

2. 美洲银行有与出售股票相关的利益冲突，这使它无法作为中立的计划托管人行事。

与第二个观点相关， DOL 要求法庭任命一个独立的托管方来监管方案中股票的出售过程。

新的"议定"条款中有几方面使 DOL 深为忧虑。第一，如果不是大多数人投票赞成清算，那么将把没有做出反应以及 18 000 股未分配的股票按投票不进行清算来处理，DOL 对这种行为给予谴责。第二，他们反对允许依赖大多数人的选择改变员工的选择的观点。第三，他们密切注意到美洲银行没有保证雇员投票的保密性。

ERISA 给方案托管方施以巨大的信托责任，托管方必须"仔细、熟练、认真、勤奋"的处理方案中的资产，这包括对方案中的股份作出选择。 DOL 辩论说，当美洲银行没有收到每个人关于如何处理股票的指示时——或者因为股票未被分配，或者因为当事人没有作出反应——银行有责任作出关于是否出售的合理的、独立的决定。银行不能根据不出售的决定把股票放在一起而忽略了这个信托责任。陈述辩论说："信托方对没有收到恰当指示的股份是否出售必须作独立的决定。"[5]

陈述同时指出，允许雇员依照大多数人意见来组出一种选择，违背了 ERISA 。依据 ERISA，只有两个集团可以对 CHH 分红方案中的股票作出合法的投资决定，它们是作为方案信托方对参与者有信托责任的美洲银行和作为名义上的责任人的参与者本人。然而，投票的选择中的两种占少数时，有可能改变雇员的选择。这样，投票结果的责任落在员工股东的"大多数"身上，而他们对方案及其参与者没有任何信托责任。

DOL 主管同时质疑投票程序缺乏保密性，尤其是想出售其股票的雇员不可能在管理层不知情时就这样做："除非信托方采取一切可行的措施保障雇员选择的保密性，并且作合理的努力保证选择不是被迫产生的，否则不能认为信托方完全履行了责任来保证参与者的指示是恰当的。"[6]

DOL 的案子包含了更多领域的批评。在 DOL 的观点里，考虑到"议定"条款不足以保证雇员的独立性，美洲银行没能完全履行对 CHH 方案的责任。作为方案的托管方，银行最终有责任保证对方案的管理符合 ERISA 。DOL 声称银行由于种种利益冲突不能履行这个责任。考虑到银行与参与各方之一的密切联系，银行对收购无法完全客观的行事："与其说银行作为参与者的保护人，不如说银行作为 CHH 反收购的主要贷款人与 CHH 合作，因此不仅在法律和事实上代表了一

种利益纷争，而且在参与者心里也必然会有一种观念，就是托管方与他们的老板在合作[7]。

DOL辩论说有大量的法律案例说明方案的信托方应中立。陈述引用最高法院的观点，ERISA的信托条款的主要目的是“阻止信托方处在双重的位置上，因而不能唯一的为方案的参与者和受益人的利益行事”。[8]

DOL引述了曾在美国地区法院辩论的案例，在法庭陈述中说：“作为一个实质性问题，我们看到了一个建议：持有并意欲获取目的股份的方案信托方同时作为想获取或保持控制权力的利益纷争一方的官员、董事或雇员，那么方案的责任方最好努力任命一个真正中立的托管人来管理控制权争夺中涉及的资产。”[9]

DOL的陈述只停留在草案阶段。仲裁部（DOJ）指示DOL不要诉讼。有一个规定就是任何联邦政府部门提出的诉讼必须经过DOJ的同意。DOJ终结了这个案件。

为什么DOJ这样考虑呢？在仲裁部总顾问荷维茨（Michael Horowitz）给斯坦的陈述中说这个事件纯粹是政府干预行为：我们注意到政府的某个部门意图通过诉讼扩大自己的作用，并且我们不希望任何政府部门通过诉讼制定政策。我们的感情决不能与涉及的人甚至涉及的金钱有关联[10]。

斯坦质疑这个决定是否过于政治化。当时美国司法部长是威廉·史密斯（William French Smith），他是加州律师，同时也是荷利的老朋友。史密斯曾在各种公司及非利益性质的案件中为荷利服务[11]。斯坦同时注意到史密斯的办公室、白宫和联邦贸易委员会都被加州代表占据了。超过3/5的加州代表聚集在新闻发布会上，承诺支持CHH的独立性。洛杉矶市长布拉德利（Tom Bradley）和许多加州官员也加入了他们[12]。斯坦证实布拉德利和其他CHH支持者一样，都收了CHH公共方案委员会的好处[13]。

DOL遵照命令取消了诉讼。三个法律诉讼和NYSE的除名威胁现在都失败了。在1984年5月法庭不予受理雇员诉讼的日子里，利米特德公司放弃了竞标。瓦格斯纳宣布将另寻控制CHH的其他办法。

曾经由于套购商和投机商收购而涨至30美元的CHH股票很快又跌回20美元低点。

对CHH来说，1984年也不是一个好时期。受防御利米特德公司收购的成本的冲击，收入下滑到1983年的一半。CHH努力支付通用电影优先股的13%的红利，而后又要支付普通红利。尽管1985年业绩稍好，1986年3月标准普尔将其列入亏损名单。

利米特德公司重新进攻

1986年11月，利米特德公司与房地产开发商Edward J. Debartolo组成了一个称为“零售伙伴”的特殊的收购群体。他们一起对CHH再次竞标，出价每股55美元。收购前CHH股价为35～40美元。斯坦注意到，从1984年开始，利米特德公司的竞标规模增大了一倍，并且在销售比CHH少40%的情况下，账面收入达到了CHH的4倍[14]。

第二次的竞标斗争与先前的很类似。通用电影与从前相比持有更多的股票，但表决权被限制在39%。雇员分红方案拥有CHH 20%的股份。这两方又成为CHH反收购的关键因素。

通用电影首脑史密斯宣称，他不会坚决反对将股票出售给利米特德公司，但是他认为55美元太少了。考虑到史密斯可能会被说服以高价出售股份，“零售伙伴”将收购价格提高到了每股60美元。

同时。美洲银行在竞标出价期间制定了新程序。

• 雇员可以获取收购信息，并且如果他们希望表决，可以申请股票证明，然后自己为自己的股票表决，而不需要向委托方征求指导来为股份表决。

• 然而，如果雇员没有申请股票证明，那些股份将自动被视为不出售。

新程序几乎无法说成向保密的方向前进，因为雇员申请股票证明的唯一原因就是要对是否出售股票作出选择。雇员股权记录仍然在 CHH 高层的手中。因此，管理层将明确知道哪些雇员申请了股票证明，并可能选择支持瓦格斯纳。

美洲银行新的投票程序不仅是透明的，而且是不切实际的。即使雇员决定出售他们的股票也不可能做到。雇员被告知如果申请股票证明将在 6 ~ 8 周后才能拿到，“零售伙伴”的出价 5 周后就过期了。

1986 年 12 月 8 日，CHH 宣布根据公司大规模重组，他们拒绝每股 60 美元的标价。斯坦利（Morgan Stanley）发表了一个公正的观点说对于股东而言重组公司比利米特德公司的如此低的标价是一个更好的选择。后来宣称，自从 1986 年 10 月利米特德公司第二次出价竞标以前就已经在考虑重组。

如果重组被批准通过，CHH 将被分为两个新的公司，每一个公司将有新的股票。其中一个公司仍然称为“Carter Hawley Hale”，将由百货公司组成，包括 Broadway、Thalimers 和 Weinstock's。另一个称为“Neiman - Marcus 公司”，将由特色店组成，包括 Contempo Casuals、Neiman - Marcus 和 Bergdorf Goodman。

包括雇员股东在内的所有股东，他们持有的每一股都有如下的收益：

• 一股百货公司的股票。

• 一股 Neiman - Marcus 集团的股份。

• 一次性每股 17 美元的派出支付，也可以换成 CHH 和 Neiman - Marcus 股票。

重组后，通用电影将在 Neiman - Marcus 集团获得巨大的利益，而 CHH 将由雇员所拥有。高级管理层将把每股 17 美元的支付和公开发行的股份换为 22 % 的百货公司的股份——相对于未重组的 CHH 中高层管理者拥有的不足 1 % 的股份是很大的。雇员方案将再拥有 23 % 股份。

总的结果就是使 CHH 免遭恶意收购并在公司内部给雇员巨大的筹码。用荷利对《女性服饰日报》（Women's Wear Daily）说的一句话就是：“这个精彩的神话让你可以忘记所有其他的——这个神话就是，我们是第一个由雇员拥有的零售商……突然我们有了 12 000 个企业家。”[15] 重组以 400 页的代理委托书和企划书的方式向股东宣布了。代理方说董事会一致同意改组，并要求股东支持。重组包含一些对 CHH 的公司章程的修改。这包括：

• CHH 董事会分成三个类别。

• 将来由于董事渎职造成损失，可以免除其责任。

• 取消股东召开股东特别大会及采取任何行动的能力，除非得到一致的书面同意。

• 股东权益方案，或称为“毒药”，如果任何人得到了公司股票的 20 % 时将会起作用。

代理方承认：“对公司章程的某些修改使撤换公司管理层更加困难，并且未来的某些并购人的收购意图即使可能也会更困难。

代理方警告说重组“将即可引起公司资产结构上的变化，受到很大影响”，因为只有 CHH

一半的百货公司将承担整个公司的债务。代理方透露股东将面临这样一个事实:“在可预见的未来百货公司股票持有者将收不到红利。”最后,代理方说支付每股17美元和重组费用将达到10亿美元。

代理方预测,对于百货公司其经济前景很明朗。销售额预计将从1988年的27亿美元上升到1991年的32亿美元。每股收益预计将从1988年1.41美元上升到1990年的3.2美元,并于1991年上升到4.51美元。如斯坦评论的,“这些计划是根据一些财政文件提供的表面现象以及近来的结果所考虑的……结果从没有显示如此巨大的进步,除非经过约45年的时期。”[16] Stein同时指出由于摩根·斯坦利残余重组将要支付其巨额佣金。尽管投资银行涉及改组相关的安全,也收到了2437.5万美元的基本佣金,并将收取高于4 300万美元的总佣金[17]。这个数字比CHH本身1988年3 200万美元的收入高很多。

重组消息刚刚宣布,利米特德公司和Edward DeBartolo就撤销了竞标出价。重组后两公司的所有权结构使收购成为不可能的事情,除非有管理层或者CHH董事会的合作,但是对“零售伙伴”而言,很明显两者皆不可得。

重组以后

作为重组的结果,荷利的“12 000个企业家”进展如何?最初,员工股东好象土匪一般收购股票。CHH股价在利米特德公司竞标后一段时期达到了80美元的峰值,并随后以瓦格斯纳的60美元的出价大体相同的价格交易。在1987年5月的文章中,斯坦总结:“考虑到目前的股价,CHH神话可能被证明比以前糟糕得多[18]。

后来*Barron's*承认是错了[19]——直到股东知道CHH神话要多糟有多糟。在批准重组后的几个月里,CHH股东目睹了他们的股票一路狂跌。

1987年底,CHH股票跌至每股10美元。

而且,此后的4年里,公司很明显无法像1987年重组企划书里提供的方案进行运作。企划书曾预计1990年7月30日计划结束时净收入将达到8 500万美元。相反,公司当年报告亏损2 600万美元。换句话说,相对于1987年底预计1990年每股将赚3.25美元,每股亏损了1.03美元。同时,股票继续下跌,并于1990年下半年达到每股低于5美元的低点。1991年2月11日,公司正式申请“破产法第11章”破产保护。

员工股东随公司一同跌入了低谷。由于CHH方案是一个分红方案而不是员工退休基金,方案委托方没有必要按照ERISA来转变雇员股份。也就是说,美洲银行只负责按照方案收购CHH股票,而不必确保他们有多样的低风险的投资方案。结果就是美洲银行直到“破产法第11章”正式申请前一周,还在按照方案持续买进CHH股票。

员工股东账户价值锐减。Barron's描述了一个雇主,Bill Fiore,向这个计划投资8 000美元已经13年。他的这些投资现在不值2 000美元[20]。《华尔街时报》采访了一个工作26年的雇员,名叫迈娜(Shirley J. Miner),她预计她的投资已经涨到8万美元。退休时,她发现她的账户只值15 000美元[21]。现在那12 000雇员股东还有什么呢?

- CHH股票,在Chapter 11正式提出后的几个月每股2美元。
- 重组时收到的Neiman - Marcus股票。作为一种副产物,股票达到每股45美元之高。

CHH 破产正式提出后，跌倒了每股 17 美元。

• 每股 17 美元的特别支出。

因此方案中的股票， 1986 年瓦格斯纳曾经出价每股 60 美元， 4 年后只值 36 美元。

新闻界并没有忽视这个亏损。关于应付公司反收购，荷利告诉*Journal* 说方案中的帐户不是“退休保障。”[22]严格的说，这是正确的——CHH 的 401（ K ）方案只是允许员工分红。如此，员工可以决定是用 12 %的薪水购买 CHH 股票，还是用这部分钱作其他投资。然而， CHH 的员工指责说这个选择没有那么简单。员工告诉新闻界，他们被迫把全部 12 %的薪金投入方案，因为害怕被看起来对公司福利不信任。Bill Fiore 告诉*Barron's*：“如果你想进入管理层，那么你最好把 12 %的薪水全部投入并且不要到其他任何公司，这简直是一个常识。”[23]Miner 小姐告诉 Journal 在重组时她感觉她“别无选择”，只能把每股 12 %的支付换成 CHH 和 Neiman – Marcus 股票，“我害怕被定为不忠”[24]。

员工们一定怀疑为什么 1984 年瓦格斯纳竞标时没有实现其 75 %的股票利润，也没有在 1986 年时接受每股 60 美元的出价。当然，如果任何一次竞标成功了，荷利和他的管理层已经失业了。

分红方案为谁服务?

公司在任管理层为保护公司不被收购可以达到何种程度? Phil 荷利是不是走得太过了?

这个案例是否代表了公司控制的“自由市场”原则? 接管是该被鼓励还是不该被鼓励? 如果你知道利米特德公司意图收购 CHH 后业绩也很差，你的答案是否会改变?

CHH 的雇员股东是真正的股东吗? 他们是真正的资金保管者吗? 怎样才能使利益受到保护?

雇员所有权是为了公司的良好业绩吗?

美洲银行在阻挡利米特德公司的斗争中起到什么作用? 它应该起到什么作用?

注 释

① 本杰明·J·斯坦（ Benjamin J.Stein ），《一个股东疏忽的传奇故事》，载《 Barron's 》， 1987 年 5 月 4 日， 8 ~ 75 页。

② 同①。

③ 伊莎多拉·巴马升（ Isadore Barmash ），《卡特面对 SEC 的诉讼》，载《纽约时代周刊》， 1984 年 5 月 2日， D1 页。

④ 雷蒙德·J·多诺万（ Raymond J. Donovan ），美国劳工部部长诉美洲银行案，记载支持原告对初步禁令提议的未归档备忘录，独立委托人约定以及附属规定， 4 页。这以后， DOL 起草申诉。

⑤ DOL 起草的申诉， 26 页。

⑥ 同⑤， 25 ~ 26 页。

⑦ 同⑤， 4 页。

⑧ 国家劳资关系委员会诉 Amax 煤炭公司案， 453 US at 334 ，（ 1981 年 ）。

⑨ Leigh 公司诉 Engle 公司， 727F ， 2d 113 ，第七次巡回法庭。

⑩ 斯坦，同①。
⑪ 同①。
⑫ 同①。
⑬ 同①。
⑭ 同①。
⑮ 引自马吉·马哈（ Maggie Mahar ），《破碎的养老金：卡特·霍利·海尔公司（ Carter Hawley Hale ）的雇员遭受双重打击》，载《 Barron's 》， 1991 年 4 月 8 日， 5 页。
⑯ 斯坦，同①。
⑰ 同①。
⑱ 同①。
⑲ 马哈，同⑮， 14 页。
⑳ 同⑲。
㉑ 弗郎辛·施瓦德尔（ Francine Schwadel ），《卡特·霍利 401 （ K ）的收益不足》，载《华尔街杂志》，6月。
㉒ 同㉑。
㉓ 马哈，同⑮， 24 页。
㉔ 施瓦德尔，同㉑， C1 页。

伊士曼·柯达公司（ Eastman Kodak ）

下列报告是透镜有限责任公司（ Lens Inc. ）——一家投资管理公司的一份研究报告，本书的两位作者均为这家公司的委托人。这份报告表明信息通达和介入公司事务的股东如何为目标公司增加价值。

1992 年 7 月（股票价格 40.5 美元　1992 年 7 月 1 日）

伊士曼·柯达是第一个被选为透镜公司“目标”的公司。柯达公司将资金贸然地投在了毫无增值可能的业务上，长期业绩低劣。其主要弊病在于：

债务。柯达公司过去 10 年的财务平衡表严重恶化，到 1992 年末，其所有债务高达 103 亿美元，是 1988 年的两倍，资产负债率将近 60 %。

非相关多元化经营。 1988 年收购斯德灵药业 (Sterling Drug) 花费的 51 亿美元从未获得丝毫预期的回报。分析家预测同样亏损的复印业务也将会被出售。

核心业务长期业绩不良。据《商业周刊》(Business Week) 报道，柯达公司由于承诺其核心的影像市场在 80 年代的下跌仅是暂时的而激怒了华尔街。其成本结构曾被预言有所回升，但也未成为事实。”与分析家的预言相反，柯达公司承诺其核心影像业务将上升 6 % ~ 8 %，而事实上仅上升 2 % ~ 4 %。

拙劣的长期战略。自 1982 年以来，柯达公司实行了四次重组，包括数 10 亿美元摊销。

然而（据 Paine Webber 公司一位市场分析家的分析）公司的标准普尔 500 指数业务自 1982 年以来，业绩下降 200 %。在最近 10 年销售量以每年 6.7 %的比例递增，而收益从过去的每股 3 美元左右，下降到 1991 年的不盈不亏状况。在过去 4 年中，柯达公司已花费了 52 亿美元在产品的研发上，82 亿美元在基本建设上。公司的长期负债增加了 52 亿美元，总负债达到 61 亿美元，股东权益的增加不少于 1 亿美元。尽管经过几次重组，公司的管理层已无法为股东将巨额的耗费转为附加值。

1992 年 8 月（股票价格　43.37 美元　1992 年 8 月 3 日）

透镜公司的委托人蒙克斯（Robert A.G. Monks）写信给柯达公司首席执行官怀特摩尔（Kay R. Whitmore），认为柯达作为一个公司，其可信赖的股东的参与将有助于公司价值的增加。蒙克斯写道：

在伊士曼柯达 1991 年的年度报告中，您（怀特摩尔先生）曾描述公司得到的最根本的教训是："我们没有参与到市场中或没有进入到业务中来，正是因为我们拥有这个技术上的能力。"而柯达在化学、药品、复印等领域并没有处于领先的地位，而且近年来也没有任何业绩显示出这种迹象来；其已经获得的回报率很明显地显示它并不在领先者的行列……柯达公司在世界范围的影像市场仍具有重要地位，但是竞争在加剧。可否以一个多元化集团的身份去与其强劲的竞争对手对抗，或是通过具有针对性的竞争性公司文化的创造？

1992 年 11 月（股票价格 41.37 美元 1992 年 11 月 2 日）

三位透镜公司的负责人与首席执行官怀特摩尔和其他高级经理会面，讨论柯达公司的竞争地位。双方都认为这次会谈是坦诚的和建设性的。透镜公司在会面后的一封信中，列出了其对柯达公司在战略方向所担心的方面：

以一个局外人很客观的角度来看，柯达公司近年来财务上的状况显示出公司管理层的做法存在诸多问题：

政策上希望建立一个仅从规模上衡量的帝国；

在柯达不良的核心业务上耗费着越来越多的资金——为了竞争市场份额——似乎缺少一个战略；

为了保持公司的成长、恢复正在减少的利润，在多元化经营上投入了大量资金；

容许了大量官僚主义的滋生；

柯达公司的多元化努力迄今为止基本上未成功。各种购并、大量的项目研发费用和资本预算已经使公司的负债翻了五番，而股东权益却保持不动。公司业绩的成长缓慢，利润却急剧下降，管理层在不到 8 年时间已经采取了 6 次特殊的销账做法，共计 47 亿美元，而利润却没有任何丝毫增长。

这封信还附有一份详细的财务计划（应公司的请求提供的），列出了 6 项增加股东价值的计划：

1. 提高资产和销售的现实性；
2. 继续提高收入的增长；

3. 转换为使用现金流以减少负债额并且可以尽可能地让股息增长;

4. 通过减少负债使公司恢复财务能力;

5. 使董事会和管理层把注意力和努力集中在公司的核心业务上;

6. 将公司的非关联性资产分散给柯达的股东。

此计划还建议公司进行“治理改革”,形成经理人员与柯达公司所有者之间的建设性关系。这些建议包括:

引入信任性投票制;

终止拖拉的董事会选举制度,采取董事年度选举制;

提高内部人对外部人的比率,建立真正独立的董事会;

实行董事长与首席执行官分设制度。

最后,信中谈到透镜公司将在伊士曼·柯达1993年的年会上提供一个解决股东问题的方案。此方案提出了一个公司的改进章程,建立起由公司最大的、长期的股东组成的顾问委员会。

1993年1月(股票价格　40.5美元　1992年12月31日)

柯达的管理层采取的一系列步骤证明了对公司所有者的一个新的承诺。《商业周刊》写道:“柯达的内部人说柯达的主席怀特摩尔相信只有彻底的调查才能挽救公司……他承认‘股东由于我们的治理结构问题,得到的服务可以说是最糟的’”。这些新的步骤包括:

委派新的首席财务总监斯特玢(Christopher J. Steffen)。斯特玢1993年1月加入柯达公司,此前他成功地帮助扭转了克莱斯勒(Chrysler)公司和霍尼韦尔公司(Honeywell)的经营业绩。更具意义的是,柯达打破了以往只提拔内部人的制度,斯特玢已成为自1912年以来被委派的任职最高的外部人。他的到来受到了热情的欢迎——没几天柯达的股票就升值了17%。由于斯特玢对柯达市场价值的贡献,《商业周刊》戏称他为“20亿美元先生”。

对核心影像业务的彻底检查。在给蒙克斯的一封信中,怀特摩尔将柯达的战略描述为“一个进攻性的行动计划……它与你去年11月来罗切斯特(Rochester)访问我们时所讨论的问题极为一致。”这个战略是基于对其影像业务应当平稳地增长2%~4%的承诺,因此现金流只能由其他方法获得。信的最后,柯达声明正在缩减研发费用,调整海外业务经营,在罗切斯特的总部裁员2 000人。柯达希望通过这些方法一年减少净成本2亿美元。此计划得到了广泛的赞同:主任记者格拉茨(Eugene Glazer)说“它是柯达对其核心业务不再增长的一个迟到的认识”。Paine Webber公司的雷特里韦(Kimberly Retrievi[①])认为“这是一个确实与现实相适应的企业战略”。

新的柯达高级管理人员报酬计划。此计划要求40位最高管理者在公司购买相当其现工资1~4倍的股票。怀特摩尔本人即保证5年内要购买相当于其现工资4倍的股票,即380万美元。此计划得到了全体投资者的赞同。透镜公司的委托人米诺(Nell Minow)说,“再没有比真正成为一个股东而使管理层更能像股东一样思考了。”[②]

新的公司董事委员会。委员会将清一色由外部董事组成,并具有一个简明扼要的章程:“评定柯达的竞争地位和提出确保股东价值的计划。”

新的长期战略。在斯特玢被指派为财务总监之后,他希望6个月之后能够出台一个业务计划。他打算将资产负债率从现在的59%削减到30%~40%左右,他还说他不排除以出售资产

来达到这个目的。这条新闻发出后股票价格激增 2.63 美元。

投资界对柯达核心公司采取的措施反应良好。到 1993 年底时，柯达的股票价格已升高到 49.88 美元。

1993 年 2 月（股票价格　53.62 美元　1993 年 2 月 26 日）

柯达公司管理层迈出了巨大步伐，希望公司提高业绩，同时对股东股份予以关注的真诚愿望，结果使得透镜公司于 2 月 26 日同意撤销其关于设立股东顾问委员会的股东议案。

然而，有关柯达的新闻并没有停止。4 月 28 日，就在斯特玢来到罗切斯特 11 周的时候，他辞去了财务总监的职务。原因是，他发现其他人期望的是一种比较“渐进”的方法，而他的计划被人们认为过于“激进”。所以，当斯特玢突然辞职（导致柯达的股票一天内就下跌 5 美元）时，柯达的股东对公司进行改革的承诺感到怀疑。

在斯特玢离去的两个星期中以及公司的年会上，投资者要求柯达公司解释斯特玢辞职的原因，并解释投资者凭什么可以相信现任管理层能够使公司走向成功。最终，许多机构投资者都意识到首席执行官怀特摩尔并未寻找斯特玢辞职的原因，而他关于改革的承诺也没有得到任何削弱。在年会上，怀特摩尔对股东强调了透镜公司和其他投资者在过去一年中所起的作用是“建设性的”和“有帮助的”。他说，“这给我们提供了一个来自外部的观点，我们应当仔细聆听。”

最终，柯达公司的独立董事不相信怀特摩尔先生能够有效地实现对股东的关于提高公司业绩的承诺。1993 年 8 月 6 日，独立董事宣布不再提名怀特摩尔先生继续担任首席执行官，1993 年 10 月 27 日他们宣布指派摩托罗拉的首席执行官费歇尔（George Fisher）作为柯达的首席执行官。在宣布的当天，柯达的股票上涨 4.87 美元，成为 63.62 美元。

注　释

① Joan E. Rigdon，“Kodak Expects Slow Growth in Core Business，”*Wall Street Journal*，Jan. 20，1993，p. A4.

② Marlene Givant Star“Investors Give Nod to Kodak Stock Buy Buy Rule，”*Pensions and Investments*，Jan. 25，1993，
p. 74.

韦斯特管理公司（Waste Management Corp）

韦斯特管理公司是 20 世纪 70 年代和 80 年代初期的一支明星股票。公司的创始人是布崔克（Dean Buntrock）和胡任葛（Wayne Huizenga）（他们还继续开发了世界范围的 Blockbuster 录像机出租连锁店）。他们认识到家庭垃圾收集业有可能成为全国范围的行业。那时候垃圾收集业仅仅是由几千个小的、区域性的专门收集本地区垃圾的公司组成的一个保留性领域。韦斯特管理公司认为，如果这些公司可以合并成业务涉及全国的一个独立公司的话，则可以实现规模经济。

韦斯特管理公司开始了积极的行动，同时它的扩张速度也是惊人的。它建立于 1971 年，

通过购并（它一年之内兼并和购入200个企业）成为全国最大的废物运送公司。它购并了2 000多个公司。

其结果是公司的组织异常复杂。在扩张的高峰时期，韦斯特拥有250个地方分部、40个地区办公室和9个区域办公室，更不用说还有总部了。

起初，这种复杂的组织对市场并没有太多的不利。与这种分离状况相应的，是股票价格从1980年的1.84美元上升到90年代初的40多美元。

但是这种扩张的速度没有持续下去。由于公司需要扩张，它不得不购并更多的公司来保持其成长。它的规模阻碍了其继续加速扩张，而且市场大小也已确定。其他公司步韦斯特的后尘，合并了他们自己各地区的公司。经过15～20年，家庭垃圾运输业已经成熟。

但是韦斯特并没有就此止步。公司管理层坚持认为，公司还是一个成长中的公司。公司这时已分为国际垃圾运输、再循环、环境清理、有害废物处理和家庭服务。到1990年，WMX已经成为一个综合性的企业集团，拥有或部分拥有的公司，从英国公用水事业公司到草坪护理公司应有尽有。

WMX的一些理念，得到了来自证券交易委员会（SEC）对公司的1996 10－K分类的支持。公司名下直接拥有700多家子公司，而这些子公司又继续拥有600家孙公司。

《华尔街杂志》强调说，布崔克“将公司视为环境业的一种共同基金，组建了多达4家的上市公司。”

WMX技术公司（WMX Technologies）由以下几个部分组成：集中于北美地区进行住宅与工业固体废物处理的韦斯特管理公司、一个作为上市公司的子公司（截止到1995年）——进行有害物质处理的韦斯特化学管理公司（Chemical Waste Management）、一个拥有60％股份的子公司，即提供有害废物处理服务的高级环境技术服务公司（Advanced Environmental Services）。另外还将拥有一个全资子公司——核化学系统公司，专门解决放射性废物的管理问题。

WMX拥有其56％的股份，而WMX下属的铁锈国际公司（Rust International）和搪瓷铸件喷洗器技术公司（Wheelabrator Technologies）则各持其12％的股份。韦斯特国际管理公司不仅为欧洲10个国家，而且为澳大利亚、南美、亚洲和中东提供服务，还拥有英国一家公用水事业公司瓦塞克斯水业公司（Wessex Water）20％的股份。

搪瓷铸件喷洗器技术公司（58％的股份由WMX拥有）是一个上市公司，主要为城市和工业提供洁净的空气和水。铁锈国际公司也是上市公司，WMX在1995年将其股份购入，同属于WMX和搪瓷铸件喷洗器技术公司。它主要提供环境和基础设施的工程，还提供从有害废物处理到脚手架的供应等一系列咨询服务。铁锈公司的经营涉及世界35个国家。

铁锈公司拥有NSC公司41％的股份，后者是一家经营石棉废弃物的上市公司；铁锈公司还拥有37％的OHM公司股份，后者是一家公开上市的环境治理服务供应商；最后，铁锈公司还拥有服务主人公司（ServiceMaster）19％的股份，后者是一家提供保健、教育、商业设施、草坪护理、害虫控制和其他消费者服务的管理服务供应商。

1993年，韦斯特管理公司更名为WMX，以此展现公司的现代特点和无处不在的形象。布崔克夸耀WMX已成为“世界上最重要的公司之一。”

然而，问题在于他们在非核心业务中几乎毫无例外地全部赔钱。例如，在80年代，曾经一度谣传说美国的垃圾处理快到头了。韦斯特管理公司疯狂地投资开发了更多的垃圾处理设

施，造成处理能力严重过剩。同时，由于美国的生产商强调“开源节流”，使得生产的废物大量减少，并在第一地点减少打包。

与此同时，巨大的废物再生市场正在酝酿中。像其他公司一样，韦斯特管理公司也转向进攻这个市场，但是并未获得预想中的开发效果，而有害化学废物处理市场也被证明同样令人不可思议。

本书作者之一米诺对出版社说：“它们成功的时间太长了，以至于根本没有意识到，恰恰是成功使他们停滞不前……他们在核心业务领域中是成功的，但在试图超越这种领域时，却犯了致命的错误。”然而，保证这一切不会发生又该是谁的工作呢？

黄金变垃圾

到90年代中期，WMX这颗商业明星开始陨落了。《华盛顿邮报》评论说：“80年代，当投资者看到韦斯特管理公司的名字时，就看到了黄金。而现在被人熟知的WMX管理公司则被视为连垃圾都不如[①]。

1994年，公司的状况一片黑暗：利润下降了50%，没有达到收益指标；与此同时，股票价格大跌——1992年2月上升到46美元，而到了1994年4月则下滑到不足23美元。

如果从1996年开始回顾公司10年的业绩情况，可以很明显地看到，公司的财富经历了一个急速下跌的过程。

如果1986年你在WMX的投资为100美元，到1996年，则投资已经价值318美元。而投资在标准普尔500指数（S & P 500 index）和“巴尔尼固体废物指数”（Smith Barney Solid Waste index）同样的数目，只能分别获得204美元和222美元的回报。换句话说，从1986～1991年，WMX在市场和自身方面均是增值的。

到1996年，局面就不再乐观了。同样在1986年投资的100美元，现在仅价值269美元，比五年前少了1/6。投资于标准普尔500指数同样多的数目，价值则为415美元，投资于“巴尔尼固体废物指数”的价值回报为215美元。因此，WMX仍然比它的竞争对手要好一些，但是却不能追赶上股票市场价格上升的比率。更糟的是，5年来的回报事实上是负值。

事实上，WMX一直在报告中称自己是盈利的，但这些盈利都被年复一年的特殊费用耗损掉了。这些费用确实像打算中的那样特殊，它们反映了额外的一次性的耗损。很不幸的是在韦斯特公司，它们太为人所知了。

从1990年开始，这些费用如下所示：

1991年，2.6亿美元的税前收入用作提高清理旧垃圾的储备金。

1992年，1.597亿美元的税前收入用于减低医药废物业务和垃圾焚化炉两项业务的账面价值。2 340万美元的税后收入用于消减石棉净化业务的账面价值。

1993年，5.5亿美元的税前收入用于消减有害废物处理的账面价值。

1994年，920万美元的税前收入来自处理海运设施和清淤。

1995年，1.406亿美元的税前收入大多用于更进一步的有害废物处理的账面消减。

1.946亿美元的税前收入用于国际有害废物处理业务的账面消减。

1996年，8 800万美元税后收入用于收购瓦塞克斯水业公司的股票。

在1996年与作者的一次会议上，布崔克说："问题在于没有人相信我们的数字。"这是在敲什么警钟？

从这些特殊费用中，你能看出公司有何多元化经营的企图？

但是公司并没有因为这些费用以及股票价格的下降而表现出很惊慌，并且还继续在不同的项目上注入资金。《华尔街杂志》摘录了贝尔斯登公司（Bear Stearns）的分析家宾德（Steve Binder）的话，他说："它们还在继续配置资源，好像他们还仍然处于一个成长的行业一样"②

确实，布崔克在1994年的年会上说："我们是一个成长的公司。"

它是吗？如果不是，寻找一种变通的战略该是谁的工作呢？

透镜公司（Lens）和索罗斯（Soros）

90年代中期，透镜有限责任公司是一个投资基金公司，本书的两位作者是该基金公司的委托人，该公司在WMX投资了几百万美元。

透镜公司第一次介入WMX，就是要求向董事会输入新人才。当透镜基金第一次投资时，WMX公司的董事会构成如下：③

阿奈尔（H. Jesse Arnelle），61岁，1992年起任公司董事。公司律师，还任其他5个公司的非执行董事职位。

登普西（Jerry E. Dempsey），62岁，1984年起任公司董事。曾是公司的雇员，在1988年至1993年任公司高级副总裁。从韦斯特公司退休后，一直担任一家经营玻璃、涂料和化学物质公司的首席执行官和董事会主席。

爱德华（James B. Edwards），67岁，博士学位。1995年起任公司董事。美国前能源部部长，牙医，前卡罗来纳州州长，南卡罗来纳州医科大学校长。他还担任其他8个公司的非执行董事职务。

特罗布里奇（Alexander B. Trowbridge），65岁，1995年起任公司董事。前商业部部长。自1990年起担任公司咨询顾问，这一职位在1995年价值3万美元。他还担任其他9个公司的非执行董事职务。

卡弗蒂（Pastora San Juan Cafferty），54岁，博士学位。1994年起任公司董事。芝加哥大学社会服务管理学院教授。

弗林（Donald F. Flynn），55岁，1981年起任公司董事。1975年至1991年曾任公司高级副总裁。1972到1989年任财务总监，1989到1996年任公司财务主管。他也是WMX其他两个子公司的董事。至1994年末，弗林每年的顾问费是30万美元。顾问职位还包括保证其安度余生的足够的退休金。

彼得林（James R. Peterson），67岁，1980年起任公司董事。派克金笔（Parker Pen）公司首席执行官。

罗尼（Phillip B. Rooney），50岁，1981年起任公司董事。1969年起就是公司的雇员。

布崔克（Dean L. Buntrock），63岁，1968年起担任公司董事会主席兼首席执行官至今。

贝克（Howard H. Baker），69岁，1989年起任公司董事。律师，里根（Reagan）政府的内务总管（chief of staff），三届美国参议员。他是公司雇佣的一个律师事务所的合伙人。

P·胡任葛（Peter H. Huizenga），56岁，1968年起任公司董事。公司创始人的侄子，1989年至1993年被聘为公司的顾问。1968年和1975分别担任公司的副总裁和董事会秘书，1988年从公司辞职。

派得森（Peer Pedersen），70岁，自1979年起任董事。律师，Dean Buntrock的私人律师。他也是公司雇佣的一个律师事务所主席。

值得注意的是，非执行董事还参与了一个“幻影（Phantom）股票计划”和股票期权计划，因而，他们的既得利益体现在股票绩效而不是公司绩效中，我们将会看到这项制度的重大意义。

派得森是一位关联董事，负责薪酬委员会的工作。贝克也是关联董事，在该委员会供职。1995年，审计委员会以拥有许多独立外部关联董事而著称，而由5名成员组成的提名委员会中，则有4名董事是有关联的外部人。

因此，在拥有12名成员的董事会中，其中两名是全职的内部人，3名是公司前雇员，3名是基于顾问形式安排的关联董事，4名是独立的外部人。正如米诺对报界所说：“该公司董事会2/3的成员都在公司的工资单上。”

有一方面，也是最重要的一方面，即在股票所有权方面是董事会做得最好的一点。爱德华在公司中有超过1 700股的股份。阿奈尔拥有9 000多股，特罗布里奇拥有超过2万股。但是这些股权虽说以各种方式把董事们与在职管理层紧密联系在一起，但是也没有能够创造出一个正确的严肃说话（tough - speaking）的独立性的氛围。

还有一个董事拥有相当多的股份，即韦斯特合伙创始人之一胡任葛的侄子P·胡任葛。他拥有超过800万的股份。但是，就像管理层一样，他的股票主要和公司的过去联系在一起。他在公司未来转型所需要的决策方面显得缺乏天赋和眼光。

第一次接触

透镜公司寻找到一个与管理层会面的机会。透镜公司的委托人带去的是这样一个想法，即公司的管理层没有觉察到他们面临的问题。他们认为自己的战略是正确的，并且公司过去魔幻般的成长还将再现。

而透镜公司得出的结论是，公司早年的成功——即在任的经理们曾经帮助创造过的成功——正在阻碍对公司目前状况的真实判断。由于曾经创建了一个伟大的公司，这个参与过创建的团队已不能从其他的角度来看待公司。

透镜公司的三个初步结论是：

1. 布崔克是一个压制不同看法的集权式首席执行官；

2. 公司有必要清理账目；

3. 董事会需要进取心更强的外部人才。

谈到清理账目的需要，就意味着需要一个新的财务总监。科宁格（James E. Koenig）1987年进入公司，1989年起任财务总监，目前在任职期，几年来一直负责监督公司重组的费用。如果像布崔克所说，“没有人相信我们的数字”，很明显，部分问题出在科宁格身上。透镜公司和其他投资者早就要求换掉他。

1996年5月，公司遭到猛烈一击。索罗斯（George Soros），这位著名的资本市场的投机大亨，曾在1992年9月英国货币危机时，以向英格兰银行注入10亿美元的资金赌注而闻名全球，这时，他宣称公司5%的股份已经归他所有，其股票价值为7.5亿美元。

这笔投资是由索罗斯的一个分公司、迪凯纳资本管理公司(Duquesne Capital Management)，投入的意图非常明确。索罗斯不是一个传统意义上的接管掠夺者者——他没有策划一个全力以赴进行敌意接管的企图，但他的投资已经发出明确信号，说明他希望改变，并且改变很快就会到来。

1996年股东大会

透镜公司出席了1996年年会，并就他们对公司长期业绩不良的看法与董事会展开直接对话。

但是，公司作出了一个惊人的举动。在担任近30年的公司董事会主席和首席执行官之后，布崔克宣布，他将不再出任首席执行官，而只保留董事会主席的职务。长期担任副职的罗尼——他也自公司诞生时就在此任职——将接替他。

虽然布崔克的半退休状态或许说明公司的高层管理人员态度上的转变，但是很明显，透镜公司和其他投资者仍然有很多工作要做。虽然布崔克已经在权利的杠杆上松开了一只手，但是作为董事会主席他仍然是一个重要的存在，而且将一个长期的内部人罗尼的职位升高。因此从本质上说，公司的管理层丝毫未改变。

1996年，股东两次提出议案，均遭到公司的反对。第一次由在职工程师和参股员工国际联盟中央养老基金会(Central Pension Fund of the International Union of Operating Engineers and Participating Employers)提出，要求出台政策来禁止董事“从公司接受顾问费或其他收入。”

声明中指出“董事应当有对公司股东的最基本的忠诚……而不是对管理层。”议案中指出，付给董事的顾问费一年多达几十万美元：“在这种财务制度之下，提供给股东的精确信息会有令人震惊的缺失。”董事会说“这种严格的限制是没有必要的，而且是不明智的。”

第二次议案由卡车司机养老基金会(Teamsters Pension Plan)提出，要求每年重新选举所有的董事。议案坚持这种变动是必需的，因为“一些股东提出了WMX的管理层有可能与股东的利益不是非常协调。”

基金会引用了WMX在管理层的报酬上的不良纪录，指出“报酬专家克里斯特尔（Graef Crystal）发现，如果以低业绩、高报酬来衡量的话，WMX的首席执行官在他的同等级的人中应当得5分。”

董事会说这种不稳定的体系自1985年被提出时就已经得到80%股东的投票同意。

但两个议案均被驳回，虽然公司令人吃惊地宣布，他们将在下一个年会中自己提出同样的

议案。

年会之后

在 1996 年 10 月的会议中，透镜公司指出，公司在家庭垃圾业务之外的任何多元化经营从未成功过。这项业务仍然带来公司一半的销售额，并且很轻易地为公司带来了大部分的利润。罗尼提出反对意见，他打算在 1998 年卖掉业绩不良的 10 亿美元资产。

分析家们获知了消息，这个重组的新闻使得股票价格从 25 美元上升到 34 美元。

透镜公司继续迫切要求一个充满生机的董事会。在一次与美国前商业部部长、提名委员会主席特罗布里奇的会面中，透镜公司指出在 1997 年有 4 名董事需要选举，并坚持这是一个引入新的有能力的外部人的绝好机会。透镜公司与现任董事会的看法不同，他们寻求独立的、能够带来相当多经营经验的外部人，以求有效的变革。

透镜公司为特罗布里奇提供了 4 个名字，公司最终只接受了其中一个，即蒙特里（Paul Montrone），他于 1997 年 1 月起任董事。蒙特里先生 55 岁，曾经是费歇尔科学国际公司（ Fisher Scientific International ）的首席执行官。他自 1989 年起还担任搪瓷铸件喷洗器技术公司的董事。

尽管公司承诺精简，且提高了股票价格，但是透镜公司感到公司动作仍然缓慢。人们相信，要使公司从根本上改变，只能在公司的最高管理层中补充新的外脑。从透镜公司的角度看，如果公司的最高管理层和董事会仍由长期的内部人组成的话，公司的变革是不可能的。

透镜公司运用多方战略持续给公司施加压力。1996 年 11 月，该基金委托价格不菲的人才招聘公司 Spencer Stuart 为股东代理权之争寻找董事会 4 个被提名人。Spencer Stuart 公司的参与，证明股东活动家已经获得了主流社会的认同。同时也证明股东的参与是可靠的，也关系到公司和所有股东长远利益的实现。

但是，虽然 Spencer Stuart 公司乐于参与透镜公司的计划，但董事候选人却并不愿意被卷入到引人注目的代理人竞选中。Spencer Stuart 锁定的几个候选人都表示愿意服务于董事会，但表示如果不是公司要求，他们不愿意进行竞选。透镜公司将他们的名字转给韦斯特的董事会。

与此同时，透镜公司起草了一份股东议案，要求雇佣一个独立的投资银行来研究资产处理问题。议案也是给公司施加压力一种方法。

透镜公司还为《华尔街杂志》准备了一整版的广告，将韦斯特董事会认定为“长期债务”。与 1992 年指向西尔斯公司(Sears)的广告很相似（见 314 页），是刺激韦斯特董事会采取行动的另一个方法。韦斯特被告知了这份广告以及广告刊登的日期。

董事们遵循了海森堡（ Heisenberg ）的不确定性原理。如同亚原子粒子一样，一旦被观察到就会采取不同的行为，讨论这种现象。

索罗斯的影响

有 7.5 亿美元的投资做后盾，索罗斯集团非常活跃。

1996 年 12 月，迪凯纳公司的投资总监德鲁克米勒（ Stanley F. Druckenmiller ）对《格林芝

加哥企业名录》说，他希望公司的最高管理层能够做一次彻底的检查："我们确信只有公司现任最高管理层的变革，才能使股东的故有价值得到实现。"

同一个月，索罗斯集团根据证券交易委员会的有关文件，起草了一份声明，声称投资者"由于公司毫无进展而受挫"，并质疑"管理层提升股东价值的解决办法。"

公司顶着压力，加紧进行精简计划。公司宣布将出售其在英国供水公用事业公司瓦塞克斯的资产，并保证再购入2 500万股。但这一行动并未使股票升值，仍在30美元左右浮动。

可信度问题

公司目前处在相当大的改革与运作压力之下，有两件事有损于公司现任管理层的可信度。

首先，公司被发现在开发一个有害废物处理站时，有欺诈合作者的嫌疑。

WMX从这个开发商处购买垃圾；购买协议中提到WMX应当在几年的期限内付给对方一定百分比的处理垃圾收入。但是韦斯特在财务报表中少报了收入数目，因此少付了开发商部分收入。法院发现约少付了9 150万美元。

虽说这一事件与最高管理层无关，但是也让他们感到很尴尬，因为这似乎暗示他们的财务报告也有问题。分析家和投资者似乎本能地不再相信WMX的数字，这也在一定程度上表明他们这样做是正确的。

其次，公司在给证券交易委员会的议案中披露了这样的情况：公司的高级管理层一直在掩盖其希望通过某些变化掌握公司的控制权的企图。这次披露的情况表明，公司的高级主管们接受了提高工资、大量股票期权和金色降落伞的安排。16位高层管理人员得到了1 300万美元的限发股票的奖励，这种股票将使得名下的员工一旦结束任期，就全部归其所有。

罗尼本人也受到谴责，因为他又有了新的5年任期合同、基本工资增加了25%、加上股票期权35万股——两倍于他前一年所拥有的数额。公司解释说罗尼工资和期权的增加是基于他从运营总监（COO）升为首席执行官的事实。

1996年8月，公司与财务总监科宁格和总顾问格茨（Herbert A. Getz）启动了一个新的3年期的滚动合同，基本上排除了他们停止任职的可能性（除非有原因）。合同还同意付给他们3年的工资外加年度奖金和长期奖金。据代理人估计，假如公司在1996年底被接管的话，对科宁格来说这份合同意味着他可以得到188.93万美元。

对索罗斯和透镜公司来说，这些在薪酬方面的披露更说明了管理层将自身与外部监督进一步隔离的事实。

分析上述薪酬制度，看其是否将管理层的利益与股东利益联系在一起？如果你面临上述变革时将如何设计薪酬计划？

如果一个高级经理因失败而受到奖励，那么他还有什么动力去努力？

重组

1997年年初寒冷的几个月中，WMX宣布进行全面重组。市场对其所需的——全面紧缩开

支和实行联合，将力量集中在核心业务上——已经期盼太久了。

《华尔街杂志》将宣布之言日戏称为“ WMX 的星期二”，并描述在分析家中弥漫着“喜气洋洋”的气氛。为了迎接这一天的到来，股票价格升高了 11 %。

但是 WMX 的星期二不仅引来了一片抱怨声，而且更多的是失败。

重组的内容过多地集中在了核心业务上。家庭垃圾处理业务又一次成为公司的主要业务领域，而国际化的运作则有所削减（虽然没有依照透镜公司所要求的那样被终止）。多达 15 亿美元的非核心业务将被消除，3 000 个工作职位被取消，而股份重新认购计划扩展了 10 %。

年末，公司将搪瓷铸件喷洗器技术公司从市场上撤回，从而精简了业务的运作。WMX 花费了 9 亿美元买回了不属于他们的股份。

虽然迟了一些，但是公司总算认识到他们第一次做对了，WMX 宣布他们将把公司的名字重新改为“韦斯特管理公司”。WMX 技术公司仅仅维持了 4 年。

公司也答应了透镜公司早先的要求——让科宁格走人。WMX 反复承诺会让他离开，但是直到 1997 年 2 月，仅仅是给他重新安排了工作，他并没有从财务总监的位置上离开，甚至还保留了执行副总裁的职务。

虽然已有了很大的变化，但在市场方面还缺乏足够的进取性。股票价格在一天之内就下降了 9 个百分点，减少了 3 美元，成为 33 美元。价格的下降表明什么举动也不如进行一次彻底的大检查更能满足投资者的心愿，他们等待有结果的一天已经等了太久了。

还有一个更进一步的问题——谁来实施这个计划？透镜公司和索罗斯继续迫切要求向董事会注入新鲜血液。1997 年 2 月，透镜公司通知韦斯特，如果同意马上将索罗斯提名的两个董事候选人纳入董事会的话，他们将放弃代理人之争。索罗斯集团坚持布崔克和罗尼必须离开公司。

1997 年 2 月 11 日，索罗斯为反对董事会在即将召开的年会上的董事提名，根据证券交易委员会的文件精神，提交了 4 名董事的提名议案，并重申了罗尼下台的要求。索罗斯集团在提案中强调，他们“由于管理层在提升股东价值方面缺乏进展以及管理层明显的无能而使集团感到倍受挫折，特别是管理层最近有关重组的计划更证实了这一点。”

若隐若现的战争被 2 月 18 日的通告平复，在索罗斯提出重组公司新的领导层要求的一个星期后，罗尼从公司辞职。他说他不想公司“由于目前关于领导问题的公开辩论而使公司分裂。”

该通告和公司在即将召开的股东大会上更换两个现任董事的消息，使投资者相信公司真的要进行彻底的变革。股票因此上涨 2 美元，达到近 34.57 美元。

这将使索罗斯为董事会职位而要进行的代理人之争引向何方呢？竞争的目的本来是找到可信的外部董事，使其反过来能够选出一个有能力的首席执行官，但是这个目的却被此次事件替代了。虽然罗尼的离去意味着布崔克再次回到炙手可热的代理首席执行官的宝座上，但是也为寻找可信的外部人提供了一个机会。一个评论家告诉路透社说，罗尼是一个“使索罗斯远离的被牺牲的孩子”[①]

索罗斯的一位发言人告诉《芝加哥论坛报》说：“我们希望看到最好的首席执行官来主持公司的日常工作。我们也希望看到首席执行官向最有能力的董事会汇报。”[②]2 月 21 日索罗斯宣布放弃代理人之争。索罗斯说这种争战只会导致公司的分离。索罗斯的一个发言人说，关键在于寻找两个新的独立董事和最有效的首席执行官。

克纳（Gerald Kerner）是索罗斯的分公司迪凯纳资产管理公司的执行董事，对放弃代理人之争的决定做出的解释是这样的："过去我们从未想开这趟公共汽车，现在我们相信我们正在寻找最好的司机。"

替换管理层不是为了股东的利益。应该是从股东的利益出发促使董事会这样做，讨论这个问题。

这个消息让投资者共同体很吃惊，但是大多数人明白索罗斯的放弃与其说是撤退还不如说是一个战术演习。道·琼斯公司(Dow Jones Wire)就质问这种变动"究竟是缓和还是持续和平？"

《NatWest Securities》的分析家耐特（Paul Knight）说："他们现在避免冲突，但是如果WMX还不采取能够使股票价格取胜的战略，则会导致战争。"

《纽约时报》引用巴尔尼公司（Smith Barney）杨（Leone Young）的话说："索罗斯之所以放弃代理人之争，是因为他相信董事会会听从他们的意见，这同屈服不同"。

换句话说，韦斯特为自己带来了一个喘息的余地。它将有机会从行业外寻找一个杰出的首席执行官候选人和一些新的董事。如果它做不到这点，则持不同意见的股东毫无疑问将会卷土重来。

正如透镜公司所说的，问题的关键不仅仅在于首席执行官。公司需要人事上的变动而不仅仅是最高层的管理人员。本书的作者之一米诺对路透社(Reuters)说，布崔克应当仅限于在找到新的首席执行官之前留在公司中，他说："如果布崔克继续参与其中，那么任何一个值得雇佣的继任者都不会接替这份工作。"

寻找首席执行官的工作在一个著名的猎头公司海德里克－斯特拉格尔斯公司（Heidrick & Struggles)的协助下进行着。贝克和胡任葛在股东大会上宣布了他们退休的决定。1997年3月中旬，韦斯特宣布了董事会两名成员的提名，提交以后在5月的年会中进行选举。

第一个被提名的是米勒（Robert S. Miller），他在无意中成为关键时刻的职业管理人员。作为克莱斯勒公司的一个高层管理者，他代表着艾科卡（Lee Iacocca）旗下两次重大变革的一部分。退休后，他同意出任两个问题公司即Morrison Knudsen和Federal Mogul公司的非执行董事。这两个公司的现任领导人员突然辞职，他接任做了代理首席执行官。

第二个候选人是罗特迈尔（Steven G. Rothmeier），大北方资产管理公司（Great Northern Capital）的董事长和首席执行官。他曾是西北航空公司（Northwest Airlines）的董事长和首席执行官，在他的任职期间，该航空公司成长迅速。

两位候选人均符合透镜公司所期望的标准——同为外部人、有能力、有在大公司中担任要职的经历。他们也都不太可能是那种唯唯诺诺的人。

罗尼的离去：余波

公司似乎在朝着正确的方向发展，但是却仍然设法惹恼投资者。韦斯特的代理人揭露罗尼一直到2002年，都将会继续得到250万美元的报酬，这是在他做了8个月首席执行官后的结果。

《华尔街杂志》质问是否任何报酬都一定要全部付给。罗尼的合同上要求一年付给他250

万美元，但是仅仅付到“公司停止聘任他”为止。像任何人一样，罗尼不应当拿一毛钱，因为他是自愿离去的。罗尼已经辞职，他并不是被迫所为。

更进一步讲，罗尼直接担任了服务主人公司的高层职位。服务主人公司是韦斯特几个月以前卖掉的子公司——同许多公司相比出售的价格太低。再者，还有一个让人们不安的看法，即将董事的利益置于股东的利益之上。

《格林芝加哥企业名录》无疑也对罗尼事件有所评论。他们宣称罗尼由于“几乎没做任何事”而获得报酬的离去是一桩“激起民愤事件”。评论还说罗尼在 WMX 期间得到了极多的酬金。“任何分手费都是不必要的。他之所以失去工作是因为人们认为他并不支持股东；现在，WMX 的董事会因为他的失职而奖励他，是对投资者智慧的侮辱。”

回顾第 4 章高层管理人员的薪酬部分：罗尼这件事告诉你了有关美国公司高层管理者薪酬的什么问题？

直面股东大会

布崔克在 4 月告诉《华尔街杂志》，他有意放弃管理层职位，以求为公司带来合适的首席执行官，但是他继续表达出想留任于董事会的意愿。

这使得投资者不悦，他们不仅认为在布崔克留任的情况下很难选出首席执行官，而且继续迫切要求董事会更彻底地进行改组。

1997 年年会前，卡车司机基金会根据机构投资者理事会（Council of Institutional Investor）的定义，主持修改章程，以确保董事会由大多数独立董事构成。

该基金会在议案中抱怨，布崔克和罗尼是公司现任雇员，弗林、登普西和胡任葛是公司的前雇员，贝克和派得森是为公司提供服务的法律公司合伙人，卡弗蒂和爱德华则服务于可能接受公司捐赠的大学。

透镜公司则在 1997 年股东大会上继续向公司施加压力。透镜邀请了一些 WMX 最大的投资者参加会议，来自联盟资产管理公司（Alliance Capital Management），霍华德管理公司（Harward Management），贝尔斯登公司，资产调查公司（Captal Research），拉扎德弗雷尔公司（Lazard Freres）和高盛公司（Goldman Sachs）的代表均出席了会议。

这同以往大不相同。机构投资者以往一成不变地在股东大会缺席，因为他们在分析家们的简介中和面对面的会晤中，定期地与管理层接触，而透镜公司所要传递的讯息是公司的股东已联合在一起了，我们下面将会谈到这点。

透镜公司的委托人蒙克斯利用股东大会的机会直接向董事会的主席提出问题。他说：

对审计委员会主席彼得森而言，公司已经连续 8 年伴随历年重组发生特殊费用，审计委员会将怎样做才能保证公司的数字在未来更可信？

其他股东问了更进一步的问题：

一名股东询问选拔委员会主席派得森寻找首席执行官的情况。另一名股东则询问提名委员会的特罗布里奇，在新董事提名中是否会考虑股东的建议。

其他问题还包括：对于公司面临的 9 100 万美元欺诈判决，独立董事将做出怎样的反应？

外部董事们多长时间在管理层会议中见一次面，他们是否考虑保留自己的见解？

假设你是韦斯特公司的一个非执行董事，你对这些问题怎样反应？

新首席执行官

在新的首席执行官到来之前，韦斯特一直原地踏步。1997年7月公司宣布了对电话供应商斯普林特公司(Sprint)原二号人物勒梅（ Ronald LeMay ）的任命。

消息的公布使股票价格稍稍下降了一些，投资者在经历了长达5个月的寻找合适候选人的期待后，已经开始不耐烦了，急于看到结果。《华尔街杂志》推断布崔克的继续存在促使了股票的下跌。[7]

勒梅毫无疑问是能干之人，但他的任命也在有些方面让人担忧：

他没有购买任何股票；

他继续为许多董事会服务；

他没有带来任何外部的人员，因此韦斯特高级管理层保持不变；

他继续住在他位于堪萨斯的家中，每周与韦斯特位于芝加哥附近的总部进行联系。

投资者们还为勒梅丰厚的薪酬而担忧。他接受250万美元的工资,加上400万股的股票期权。这代表了大量向上的潜力但极少向下的风险，没有对勒梅的成功进行约束。

再者，韦斯特同意买下勒梅在斯普林特公司现存全部股票的增值权，潜在的成本是6 800万美元。而对其任职期的酬劳，韦斯特解释说，勒梅在离开斯普林特公司前应当做一个“全部了结”，但是这样做也就是剔除了全部的风险。勒梅没有被要求向韦斯特做任何许诺。事实上他也并没有被迫在韦斯特或斯普林特公司之间做一个选择，因为任何一个公司业绩良好的话，他都会大大地受益。

给人的总体印象似乎是，并不是勒梅热切希望接受韦斯特给与的这份挑战，而是不情愿地从原来的公司被拖走。

1978年就在艾科卡加入克莱斯勒公司不久，他接受了一年只有1美元的年薪，没有奖金，但是有仅当股票升值时才能兑现的大量的股票期权。最终，凭借公司出色的业绩，他获得的期权收入为4 300万美元。把艾科卡与勒梅两个人的薪酬安排进行对比。

1997年10月初，韦斯特宣布公司收益比预期的要低。他们补充说往年3/ 4的收入是被夸大的，而且还要增加额外的费用用于公司长线的摊销。消息公布后，股票价格下降10 %。

几天以后，勒梅离开韦斯特回到斯普林特公司。他作为韦斯特的首席执行官仅仅3个月多一点。市场对此有些不知所措。

勒梅说，他之所以加入韦斯特是因为这给予他一种有趣的挑战，但是“我感到公司现在所需要的是另外一种挑战。”

股票价格如石头沉底一样，当天就下降了20 %，到23.25美元。

同一天，勒梅回到了堪萨斯，公司现任的和原任的财务总监（科宁格和他的继任桑福德<John D. Sandford>）也离开了公司。

谣言四起。美联社（The Associated Press）评论："股票价格大跌，下降了24%。正如华尔街推测的那样，离职的高层管理人员已经发现了重要账目上的不正当行为，这将阻碍公司积极的改革计划。"[8]

《纽约时报》称之为"事态的突然转折……有一种没有讲出来的故事之感——勒梅没有说出来。"[9]勒梅后来称韦斯特的账目简直"不可思议。"[10]

米勒被指定为代理董事长和首席执行官。他是不到一年之中公司的第4位首席执行官。

现在华尔街最公开的秘密，就是韦斯特公司的账目中带有最坏的消息。投资者在知道真相之前会持续将股票价格压得很低。

因此米勒的第一项工作就是使投资者相信他们有一个清晰的、不隐瞒任何缺陷的、能充分显示公司健康的账目。他说他知道不存在任何的不正当行为，只是对公司正在执行的财务政策的一个检查。他说："我们可能要采用一个实质上更为保守的记录公司收益的原则。"

米勒还确认了另外的费用，包括"一些相当大的影响账目的数字"，但是否定存在"藏在里面的可怕的东西。"

"这不是一列失事的火车"米勒先生说。

米勒放手重组董事会。1997年11月，他宣布任命两名新董事，其中一个是原证券交易委员会主席希尔斯（Roderick M. Hills）。这个新闻，暗示公司期望进行某种证券交易委员会的调查——而且，似乎麻烦正在拐角处等待。

新的外部人被置于主要的位置，董事委员会由此被彻底改组。还成立了一个新的选拔委员会，目的是在不到一年的时间里寻找第5位首席执行官。该委员会全部由来自透镜公司和索罗斯公司指定的董事组成。

审计委员会成员也全部替换，由希尔斯担任主席。

提名委员会的权力扩大到增加了董事会事务和公司治理问题等内容。董事会的执行委员会也被重组，由米勒接替了布崔克担任主席，后者不再服务于任何一个他帮助成立的董事会委员会。

几天后，米勒飞到纽约与一打左右的最大的投资者会面。他是独自去的，仅由一个投资关系官员陪伴。米勒强调"新董事会正在酝酿中"，他告诉投资者，"你们是所有者，我为你们工作。我需要你们的看法。"

米勒的做法与布崔克和罗尼的做法正好相反。

第五位首席执行官

关于谁来接过首席执行官，秘室中有毒的酒杯的各种猜测云起。经常被提到的一个人是邓拉普（Al Dunlap），因为他大刀阔斧的削减成本的做法，人们戏称他是"链锯"。在他的经历中，确实有几次被指派到失败的公司而均使其起死回生的事实。他削减掉非核心部门，辞退几千名工人，并经常通过谈判将公司剩余部分合并。虽然他常常因此遭受多方批评，但公司上下

对于这些事情的结果却是毫无异议的。邓拉普已经成功地逆转了透镜公司过去投资的斯科特纸业公司（ Scott Paper ）。

邓拉普在与布隆伯格（Bloomberg）选拔小组对话时，被问及对韦斯特的看法。他说：“如果股东已经被恐怖分子捕获的话，他们就会更为明智一些……现在你们看到的是一个经典案例，即现任管理层和董事会任由这种状况年复一年地存在，而不采取任何正确的行动——那就是要从根本上改换管理层。”

更多的管理

按照《格林芝加哥企业名录》的说法，韦斯特部分问题在于“浪费了太多的能量，缺乏足够的管理。”[11]米勒开始着手实施管理，首先就是精简复杂的组织机构。

韦斯特的成长靠的是购并，因此导致了复杂的组织结构。1997 年 11 月，米勒宣布地区性总部将从 250 个削减到 32 个。人员被调整到 1 200 人，每年节省 1 亿美元。

被调整的人员之一就是布崔克。公司宣布，他将在年底离开。《芝加哥论坛报》评论说：“也许布崔克为公司做过的最好的事情，就是这次的离开”[12]。

这项计划在一天中使股票稍稍升值，而其余的市场均有下降。但是，25 个中间派却“建议投资者应当仍然谨慎对待地处橡树溪的韦斯特”[13]。

重新公开账目

1998 年 1 月末，韦斯特终于露出了马脚。人们得以一窥其家丑。

公司承认其欺骗性的账目开始于 1992 年，比大多数人所预料的早两年。公司通报了一个特殊费用，即谎报了 35 亿美元的税前收入，这比预计的最坏的情况多出整整 10 亿美元。

在谎报收入的情况下，韦斯特突然间看起来像一个不健康的公司。例如，公司 1996 年呈报的净收入是 1.921 亿美元，而经过检查后，账目中却显示亏损 3 930 万美元。

回顾一下可以看出，公司 1996 年亏损 3 930 万美元，比原始账目中减少了 2.314 亿美元。1995 年的收入则不得不减少为 2.638 亿美元。

在一篇新闻稿中，米勒说：“我们相信我们目前所采取的步骤，是我们承认过去的错误的最有力的方法，清晰了我们财务报告的面貌，并开始努力恢复股东对韦斯特管理层以及对其未来取得成功的能力的信任。”

《华尔街日报》将这次调整描述为“庞然大物”[14]，《芝加哥论坛报》认为其结果是“惊人的”，并将股东的反应描述为“被震惊。”[15]

证券交易委员会立即展开调查工作。

令人吃惊的是，股票价格对这一涉及 35 亿美元问题的新闻的反应，是仅仅浮动了 20 美分，这也表明股东对韦斯特的信心消失的程度。市场对公司持悲观的态度，他们认为任何公司还未公布出的消息都有可能是最坏的消息。

《财富》杂志刊出了一篇深度调查报告，是关于韦斯特如何进行账目欺骗的事件：“标准产业的做法是减少账面价值——或摊销——货车的成本（每辆约 15 万美元）一般需要 8 到 10 年，每年的摊销费用逐渐减少直到最底线。但是在 90 年代初期，在罗尼的指使下，经布崔克同意，

韦斯特开始将摊销期延长了2到4年。这就降低了公司每年的摊销费，提高了收益额。”[16]

但是正如《财富》所揭示的，这仅仅是开始：“韦斯特还将每辆货车摊销的初始数字降低到2.5万美元，声称那个数字是‘残值’——即将车辆出售后能重新获得的数字。标准产业的做法是不提残值。在北美的车队中有近2万辆车辆，都采取了这种操作方法。”

不仅仅是货车采取了这种方法。韦斯特还将垃圾车工作年限计算为15～20年，而行业标准是12年。同样的把戏用在了再循环工厂、有害废物处理设备等每一种设备上。韦斯特的每一种财产，从垃圾车到工程设备，工作年限都被延长。

这种不切合实际的乐观的假设技术被运用于韦斯特的137个垃圾处理场中。很明显，如果一个垃圾处理场可以扩展，它可利用的年限就会长一些，因此，摊销和启动资本就会在较长的时期内被分摊。“韦斯特的管理层都做了些什么？”《财富》质问：“从本质上说，他们声称垃圾处理场的扩展是可能的——即使它不可能。”

即使国家已经通过了一项法律，禁止任何延长摊销，但公司在亚特兰大的一个基地，账目还是进行了大量的延长摊销。基地的价值膨胀超过3 000万美元。

这种数字上操作的总效果，就是使公司收益一年提高了1.1亿美元。

布崔克告诉《财富》杂志：“据我所知，我们所有的金融交易都有相应的账目。”

审计委员会主席希尔斯公开指责韦斯特长期的审计公司——安达信公司（Arthur Andersen）。他说，“证券交易委员会将会发现他们并没有把工作做好。”安达信的一位发言人对此嗤之以鼻：“我们反对不恰当的指责”。

美国废物处理公司（UW: USA Waste）

透镜公司和索罗斯集团硬着头皮接受了这一切。毫无疑问，公司濒临破产。但是因为还有新的负责人，事情还有好转的可能。

1998年3月，道·琼斯系统报告说韦斯特“被接收的时机已经成熟，这一感觉正在加强……，还有一些说法说UW愿意以30美元出价。”主张合并说法的一个关键人物就是股东联合会（United Shareholders' Association）前主席，现任“关系投资者”（Relational Investors）——一个股东激进主义/改革基金会负责人怀特沃斯（Ralph Whitworth）。

UW是垃圾收集业这个池塘中的一条小鱼。就规模而言，排在第3位，仅是韦斯特管理公司的1/3。它一直坚持只在核心业务方面扩展，即保持垃圾收集业务，纯粹而简明，在南部和西部诸州有相当大的规模，而在韦斯特业务较强的北部和东部没有业务。

虽然韦斯特的规模远远大于它的两个联姻对象，但是新家的钥匙却握在UW的手中。德鲁里（John E.Drury）将接替组合后企业的首席执行官的职位，合并后的公司总部将设在休斯敦，UW的家乡。

合并对韦斯特这样一个曾经令人激动的公司来说，是一个不光彩的结局，本质上它最终被自己的小竞争者接收。《华尔街杂志》写道：“虽然韦斯特管理公司的名字仍然存在，但是这次交易彻底结束了70到80年代最伟大的成长故事之一。”《格林芝加哥企业名录》反驳说“合并代表了韦斯特管理公司最好的、也可能是唯一的前途”。

德鲁里保证新的韦斯特管理公司将重新从基础做起。他对《财富》说：“这是一个简单的

业务。我们知道虽然有许多事我们不擅长，但我们却非常擅长捡垃圾。”

哪里出了错？

韦斯特的故事是一个悲剧。它曾是一个大公司，市场潜力巨大，它的成长曾让投资者眩晕。但它却以被一个只有自己 1/3 大的公司合并而告终。

以上我们解释了使韦斯特倒下的账目欺诈，但是很重要的一点就是账目欺诈只是韦斯特衰落的征兆，而不是原因。因为韦斯特的失败不是账目上的失败，而是管理上的失败。管理之所以失败，是因为太集中于企业的表面而不是企业本身。

这个问题开始于在市场已经成熟的情况下，韦斯特的管理层仍坚持自己是成长中的企业。《华尔街杂志》指出“在成长型企业中，它已经成为一个与垃圾业一样庞大的企业。”杂志还引用一个分析家的比喻，将公司与电影《生死时速》相比——如果低于每小时 55 英里的速度，它就会爆炸。

《财富》报道“韦斯特管理公司做了它所做的事情，因为它拒绝承认它不再是一个急剧成长的公司。韦斯特管理公司期望保持华尔街精英公司的地位，正是这个愿望导致它不仅仅膨胀了公司的数字，还成为错误决策的承担者。”

杂志质问到：“90 年代初，韦斯特需要面对新的现实：它不再是一个成长型企业了。它做到了吗？”

《财富》悲叹由每季收益强加的短期需求，如果实际收益没有达到，股票就会受到惩罚。在这些压力下，“靠暗中操作账目而提高收益是非常见效的。”布崔克告诉杂志：“20 年中，我们让数字增加了两倍。市场、股东、甚至还有你自己的员工，都希望你继续这样做。”

《财富》反驳说：“自从 1971 年上市以来，韦斯特管理公司一直被其股票价格所烦扰……但是到了 90 年代，这种烦扰成了它的祸根。”使股东满意是建设一个成功公司的最终目的，而不是途径。正如米勒 告诉杂志的那样：“股票应当是你怎样经营公司的产品，而不是你每天供着的神。”

在一次与《商业周刊》的会面中，米勒列出了公司失败的其他根源。他的结论是：

会计和信息制度应对公司的失败负责任；

首席执行官任职不应超过 10 年；

全职经理任职时不应当担任有两个以上的外部公司董事；

极少公司可以管理好多元化经营。[17]

在后来的会面中，他还谴责了重组费用的做法，他批驳说“有些人早已认识到一个事实，就是当你把一些费用当作重组费时，投资者马上就会原谅你。”[18]

如果韦斯特从一开始就应用米勒法则，韦斯特的历史将怎样改写？

问题是怎样解决的？

韦斯特彻底转变的关键在于股东的沟通。因为没有沟通，股东就不会统一行动。用伯利和

米恩斯（见71页）的话说，“所有者”（股东）没有沟通就会导致在集中和紧密组织下的“控制者”（管理层）面前的分散和软弱。

在书的开头，我们把治理描述成三个群体——管理层、董事和股东之间的一系列关系。在这个关系中，管理层拥有比其他群体大得多的权力。他们控制公司，而且更重要的是，他们还控制通向其他群体的信息流。从更大程度上讲，尽管有《国际通用会计准则》（GAAP）的最大努力和其他的报告要求，信息披露得是否全面与精确，完全取决于管理层——韦斯特报告中最基本的问题即它的业绩就是最好的说明。

同样，是否有一个强大的、独立的董事会来严格检查与制衡管理层，也(在很大程度上)取决于管理层。

面对如此激烈防守的公司堡垒，股东是弱小的。除非他们能够组织起来。作为公司的所有者，他们拥有法定权利撤换董事会和经理。除非他们能够一致行动，否则这种权利不是现实而是神话。

透镜公司建立了一个“内部网”，这个私人网站有进入密码，只有真正有兴趣的人才能进入。这个网站是为包括韦斯特公司在内的近20个最大的机构投资者设立的，包括像联盟管理公司（Alliance Management）、贝尔斯登公司、富达投资公司(Fidelity)、高盛公司、J. P. 摩根银行（J. P. Morgan）和拉扎德弗雷公司等，还有很多“惯常的嫌疑犯”像加利福尼亚公职人员退休体系（CalPERS）、纽约州教师协会（New York State Teachers）和全美教师保险及年金的协会(CREF)。

网站是一个工具，可以分享信息并迅速传播。管理层会议的记录、有关董事候选人的考虑，以及如何推进竞争等信息，一触及键盘就可以提供给占有韦斯特40%股份的投资者。

透镜公司还用其他方法来调度核心投资者们。当透镜公司第一次参加公司1996年的年会时，年会在不断地鼓舞员工的士气。与会者大多数是员工，与其说是会议还不如说是公司成功的庆祝会（事实上成功的光芒很快就黯淡下来，这不是一个要讨论的问题）。

接下来的一年，如前所述，透镜公司组织了大批投资者参加了年会，这又是一次对标准的偏离。通过全体参加年会，韦斯特最大的股东们证明了他们在共同行动。它是一种联合的姿态，它表明阻碍股东共同行动的障碍已被跨越。

角斗场已被升级。

韦斯特的故事告诉你公众公司组织方面的哪些问题？谁拥有权力，他们如何履行职责？
“管理层控制信息”是真的吗？如果是真的，股东应怎样做？
谁让韦斯特取得了惊人的成功？谁应当为韦斯特的衰落负责？

韦斯特管理公司：后话[19]

这是一个美满的结局吗？是在公司治理方面吗？

被并入UW后的韦斯特管理公司的未来看来很保险。归根结底，韦斯特的错误在于花费了太多的时间去扩展它的帝国，却没有用足够的时间去巩固它。如一个评论家所说，管理太少。

现在它已被垃圾业公认的管理大师合并，毫无疑问可以把其特殊费用的不光彩历史隐藏起来。

显然不是。

1999年8月，留在公司董事会中的3名拯救团队成员——关系投资者的怀特沃斯、米勒和希尔斯——又回到全职经营公司。UW诚实的名声和出色的管理结果证明是一堆垃圾。

在这出错误的喜剧中出现了一个悲剧。1998年11月，德鲁里被诊断出脑瘤。他许诺在手术后的一个星期内将会返回工作岗位，医生的报告也很令人鼓舞。此外，公司显然需要一个马上能上任的运营总监的继任者，即普鲁托(Rodney Proto)。

德鲁里的健康在短期内显著恢复。但在1999年3月的董事会上，怀特沃斯发现德鲁里“明显的虚弱，”不能有效控制他的人马。

怀特沃斯还发现了更糟的东西——自负。德鲁里和普鲁托在背后都轻视主席米勒。当怀特沃斯提议管理层准备有关合并进展的最新信息时，他的建议被粗暴地拒绝了。

米勒决定提早从主席的位置辞职，计划在1999年5月的年会上让位于德鲁里。考虑到德鲁里的健康，许多董事都不满意这个决定，在米勒做决定的那段时间，许多董事有两个月没有看到德鲁里。

德鲁里坐着轮椅参加了年会。他不能站起来从米勒的手中接过主席的木槌。希尔斯在回顾这段历史时说，“那是我们应当采取积极态度的时候。”

同时，希尔斯也不受管理层的欢迎。合并后的公司仍然有韦斯特历史上遗留下的伤痛需要处理——很明显的是几个股东的诉讼和证券交易委员会关于韦斯特会计工作的调查。希尔斯开始深入挖掘公司合并后经营中的财务问题，其结果，正像一个董事告诉《华尔街杂志》的那样，“他激怒了每个人。”

希尔斯的努力使他得出了结论，UW在合并韦斯特管理公司以前和以后，均由于过去的并购支付过多。这个公司并不像它所表现的是没有污点的明星。

出乎意料地，1999年7月公司宣布第2季度的收入比预计的少。股票价格下跌了近1/3。更糟的是，公司对赤字无从解释。

一般来讲，第1季度是较弱的阶段，然而公司在第2季度每股的价值进展甚微。为什么在通常具有强势的第2季度业绩反而下降？《华尔街杂志》说，“对董事会来说，导致这一连串的事件和恼怒的原因，是快速合并而导致管理层的相互不信任。”

拯救团队关心的主要问题，是第1季度的收入被一些未经披露的过去的收入所掩盖。当普鲁托和12个其他经理人员在利润警告之前的几周里卖出了大量股票的事情被揭露后，他们的怀疑更加坚定。普鲁托本人就卖出了30万股，价值1 600万美元。他们有没有在公司财务真相显露之前，在第1季度保持住股票价格，给他们时间将股票出手？没有任何证据证明董事这样冷酷行事，但对一个已经失去耐心的董事会来说，这是管理的失败。

董事会任命怀特沃斯做临时主席。他给自己的任务就是从财务部寻找事实，坚持下去，直到他们承认第1季度的收入中包含有未经披露的过去的收入，并要求重申这些收入。

德鲁里和普鲁托被辞退；米勒第二次被任命为代理首席执行官。

人们关心的是UW染上了和韦斯特管理公司同样的疾病——它也是对股票价格过分关注，而忽视了公司日常的经营。

《华尔街杂志》总结道："自70年代早期，公开交易的垃圾公司就已经利用股票去收购较小的、私有的货运公司，增加利润、提高股票价格、投资更多的交易，而有效地整合经营和运营公司事实上反而成为次要的问题。行业的联合抬高了购并的价格，不采取过分的会计方法就难以增加利润。从某种角度上说，几乎所有的大公司都把摊子铺得过大。"

怀特沃斯决心将韦斯特管理公司的财务状况毫无隐瞒地呈现出来——困难就是人们的思维已经被固定了。他被告知每一项业务都有自己的财务控制者——有600之多。他们需要多长的时间才能拿出最新的账簿？有人说要400个小时。

公司从安达信和普华永道请来了1 160位外部审计师，这些审计师每天的价格是300万美元。最终，真实的数字终于出来了——2.11亿美元的不可收回的单据，3.05亿美元的未记录费用，还有2.26亿美元的各种杂费。

1999年后期，韦斯特管理公司第3季度的费用是17.6亿美元。难道它的特殊费用的历史永远无法了结吗？

董事会补充了一个新的首席执行官——迈尔斯(Maurice Myers)，公路运输公司Yellow Corp.的首席执行官。

希尔斯现在面临大量诉讼和一个更新的证券交易委员会调查。还有一个股东进行了诉讼吗？是的，是来自于布崔克，他声称希尔斯和米勒对公司进行了错误的管理，并欠他1 200万美元的养老金。

注 释

① 《华盛顿邮报》，1997年4月22日。
② 《华尔街杂志》，1997年1月30日。
③ 《WMX1995年股东签署的委托书》。
④ 路透社新闻服务，1997年2月18日。
⑤ 《芝加哥论坛》，1997年2月19日。
⑥ 《纽约时报》，1997年2月22日。
⑦ 《华尔街杂志》，1997年7月18日。
⑧ 美联社新闻服务，1997年10月30日。
⑨ 《纽约时报》，1997年10月31日。
⑩ 《商业周刊》，1997年11月18日。
⑪ 《Crain's Chicago Business》，1997年11月10日。
⑫ 《芝加哥论坛》，1997年11月13日。
⑬ 同⑫。
⑭ 《华尔街杂志》，1998年2月24日。
⑮ 《芝加哥论坛》，1998年4月25日。
⑯ 这段内容以及以下所有引用《财富》的内容都请见1998年5月25日的特刊。
⑰ 《商业周刊》，1998年3月19日。
⑱ 《商业周刊》，1998年10月5日。
⑲ 全部引自《救星接手韦斯特管理公司——结束污渍》，载《华尔街杂志》，2000年2月29日，A1页。

SW 公司（ Stone & Webster ）

SW 公司：建造美国的公司

SW 公司的作品可以在典型的美国建筑物中找到。作为一个工程与建筑公司，它帮助建立了许多大工程和上层结构，如在“二战”中开发了原子弹的曼哈顿计划、新泽西的公路、自由女神像的修复工作和华盛顿特区的地铁系统。

在 20 世纪 70 年代，公司把核动力工厂建筑于美国的公用事业中，继续取得了成功。除了一家公司外，SW 公司在美国建造的这种核工厂比其他的任何一家公司都要多。

在它 1994 年的年度报告中，公司大肆宣扬它在美国公司史中的地位：“SW 公司是一家有百年历史的、工程、建筑和咨询三种业务一体化与相互依存的集团。我们为变化中的世界在能源、石油、石油化工，环境责任和基础设施方面提供技术的构想和革新的方法，已经有 105 年之久了。”

但是，正如我们在西尔斯公司和通用汽车（General Motor）公司的案例研究中看到的那样，光荣的过去并不预示着未来的成功。实际上，一个习惯于成功的公司，可能会发现它的公司中的企业家精神被僵化的组织文化所代替，过去的光荣可能会对未来取得成绩产生阻碍。

SW 公司不仅因为它的历史和声望而闻名，也因为它的保密性和防御性而著称。

《波士顿环球报》（ The Boston Globe ）1994 年 11 月写道，他们试图通过与华尔街的工程和建筑分析家的交谈，能洞察到 SW 公司的一些情况，但他们发现没有分析家破解这家公司，公司的政策似乎不是为了公司未来的繁荣而引导市场。SW 公司在它所处的行业中是唯一没有公布它的积压数据的公司，而这些数据正是反映其未来绩效的指标。

《环球报》继续写道：“它的（公司的）批评者说，SW 公司依恋过去，拒绝承认它曾经高利润的核动力业务已经死亡了。”而且补充说道：“谁在某处工作，那儿的老板就总是正确的，就是这样一种文化。”

报纸还找出了导致这种公司文化的原因。一个过去的主管告诉《环球报》：“他们过去是曾经非常成功，因此没有理由去改变。他们挣钱越多就越保守。”

当然在 SW 公司案例中，1994 年年度报告中的骄傲言辞几乎与事实没有什么关系。公司核心的工程业务已经亏本好几年了，这是在几个关键领域中反映出来的事实。比如说，到 20 世纪 90 年代中期，公司的永久性职工已经从 15 000 人下降到了 6 000 人，这比 10 年前还要少。利润降低，股票价格在市场持续增长之时从 40 点中盘下降到了 20 点高盘。

从 1989 年到 1993 年，SW 公司的股票每年下降 11.4 个百分点，与之相比标准普尔 500 指数每年上升 7.1 个百分点，标准普尔工程和建筑指数每年上升 7.5 个百分点。

这些糟糕的数字是由于公司核心业务的不良业绩造成的。在 80 年代初期至中期的这段时间里，SW 公司建造了大量核动力工厂，这些业务是在有利可图的“成本加成”（ cost plus ）基础上进行的，所以公司的利润大增。

在“成本加成”的系统中，公司在收取项目成本的基础上加上一定的比例的利润，也许正

是这种系统真正损坏了公司的竞争力。这个系统不要求公司降低成本，它也不会刺激公司用更快更便宜或是更新的方法去完成一个项目。实际上，既然公司所收的费用是成本的一定比例，它会刺激公司尽可能地抬高成本。这个体系的确导致了不良风气。

但是，随着1979年的三里岛（Three Mile Island）事件，以及7年后的切尔诺贝利大爆炸，核动力市场崩溃了。美国最近的核动力工厂是在1978年决定要建造的，但后来又被取消了。

SW公司对它的核心业务的衰落反映很迟钝，部分是因为公司的多元化经营。除了其核心的重工业外，公司在冷藏仓库、石油和天然气的勘探和生产、石油与天然气的采集与运输、办公室建筑管理和不动产开发等方面都有着重要的、但是互不相关的利益。

公司的财产与经营一样是分散的。公司在波斯顿、新泽西和休斯顿共拥有4处办公地点（最后一处正在建造中）；在乔治亚州有3处冷藏设施；在得克萨斯、路易斯安那和俄克拉荷马州共有13处天然气采集和运输设施；在Tanpa占地千余亩的区域中，部分土地和建筑被用于办公园区；在美国和加拿大都有矿产的投资；有几套不常用的钻井设备；还拥有政府的债券和一般的股票。

这些无计划扩展的中心是什么？在纽约还有一个控股公司。尽管工程业务的总部设在波士顿，公司还是保留了在曼哈顿中心昂贵的办公空间。

SW公司成了一盘散沙，而它的核心业务已经低效运作好几年了。

发现和改正这个问题应当是谁的工作？

在一个上市公司中，应当有三层明显说明责任等级：

1. 会计披露：迫使公司回答最基本的问题——公司是怎样经营的；
2. 董事会：当管理层经营不善时，有责任更换管理层；
3. 股东：如果董事没有尽责，他们能够更换董事。

我们会看到SW公司把这三种能够增进说明责任的机制全部破坏了。其结果，是公司一直在否定中生存。

资产负债表

在企业里，数字并不是用来撒谎的。然而业绩却反映在虚构的“底线”中，因为会计工作有时与其说是科学还不如说是艺术，因此它们并不总是真实的。

乍一看公司的财务平衡表，会发现报告显示出了一个尽管是下降、但还是健康的利润。SW公司很勤勉，达到了会计披露的所有标准，但是那些数据隐藏了事实的真相。

核心业务的失败被其他的业务收入所掩盖。除公司收入之外，最大的非核心业务的来源是价值过高的养老基金。

在70年代和80年代早期，由于他们获得的“成本加成”合同，SW公司将大量的资金用于公司员工的福利计划，尤其是养老基金。毕竟，养老金是那些能增加公司最终费用的“成本”的一部分。

计划的参与者在公司任职不到10年之前，是不能被赋予这个权利——很少有人能在公司工作这么长时间的。

因而在经济形势好的年代里，养老基金的增长超过了公司的需求。但是在80年代劳动力缩减，而这个计划并没有相应地缩减。大量早已为终止了工作的员工储存的养老金仍保留在这个计划中，随时可供公司相对少量的在职员工利用。

在80年代后期，养老金计划中过多财产已经超过了1亿美元——远远多于现有员工的需求量。公司分期提取多余资金的一部分，这部分资金就被加在公司每年的收入上。

应该注意到，这种调整只是一种会计方法，并不代表从养老金计划中提取了任何现金。但是，它代表了公司的营运费用的减少。从1988年至1994年，它在公司每年报告的收入之上增加的数字绝不少于1 440万美元。

例如，1993年公司的账上记录了200万美元的利润。但是账目上没有说明的是，它从养老基金的剩余中获得了1 400万美元的存款，或者说相当于公司总收入的5%。除了从核心的工程业务中获得的收益，这是公司收入的最大来源。这项存款并没有在收入报表中像会计准则要求的那样分条列举出来。

自从1987年以来，当SW公司第一次采取这样的做法以来，养老基金存款被用作减少公司的运作费用总达1.01亿美元。没有这些调整，除了1991年，公司每年都是亏损的。

养老基金存款并不是维持财务平衡表的唯一的项目。就像上面所讨论的那样，还有其他大量的与公司的核心业务完全不相干的保守财产。比如说，公司的不动产证券就有1.69亿美元，公司还拥有3 820万美元的Tenneco公司的股票（一家造船和汽车零件的生产商）和5 500万美元的美国政府公债。

SW公司声称，由于工程和建筑业务高风险的特征，要赢得新的业务，它必须维持相当数量的储备资产。公司没有计划去清算这些投资，把它们再投资于核心业务，或简单地把它们返还给股东。但是，这些非核心投资的利润却被用于支持放任自流的核心业务。

这些盈利的副业，使得管理层和委员会对于它们核心业务糟糕的经营业绩置之不理，也掩盖了他们控制变化中的经营环境的失败。

在你看来，SW公司的组织结构是可以接受的吗？

SW公司是由单一的核心业务构成的吗？市场能容忍它长时间失败下去吗？

为什么投资者要买进一个失败的工程公司以分享他们对于政府公债和Tenneco公司的投资吗？

谁应当负责保证向股东报告“不隐瞒任何缺点的”公司的健康状况呢，董事？审计人员？还是董事会的审计委员会？

董事会

很清楚，在第一个例子中，管理层应当对持续业绩低下负责。SW公司的管理层之所以允许公司漫无目的地徘徊，也许部分是因为他们是强大的SW公司的职员。艾伦（Bill Allen）自从

“二战”后就在公司工作了，科尔斯(Bruce Coles)在26年前就开始在SW公司工作了。

就像我们在其他的案例研究中看到的一样，由内部人激进地改变公司的方向和战略常常是困难的。而对于外部人员来说，推动一个新的开始就相对容易了，因为他们缺少与公司历史的与情感的联系。

在这样的环境中，有一个强有力的董事会就尤其重要了，它应当对来自于内部的长期的绩效低下有积极的反应。像我们在本书第3章中解释的那样，选择管理层是董事会的责任，以确保他们制定能够保证企业成功的正确战略，如果他们做不到，就在必要时换掉他们。

但是，SW公司的董事会没有能够履行这项职能。

除了3位内部董事外，有9位外部董事。他们之中，除了麦基（J. Angus McKee）（加拿大海湾河流资源（Gulfstream Resources）公司的董事长和首席执行官），没有一个外部董事是全职的业务或财务主管。

而且，一些外部董事提出独立观点的能力也因为他们的任期而打折。布朗（William Brown）已经在董事会工作了25年了，胡珀(John A. Hooper)工作了20年，格雷斯(Peter Grace)（已经80高龄了）已在董事会整整工作了半个世纪。1994年度会议上辞职的董事克拉克(Howard L. Clark)在董事会工作了25年。

9位外部董事中，4位通过咨询工作与公司相关联。1993年汉森(Kent F. Hansen)从公司获得了6万美元的咨询费用。1994年为了在参议院成功地工作而从董事会辞职的汤普森（Fred Dalton Thompson），是一家法律公司的合伙人，该公司在1992年向SW所要的法律服务费是13.4万美元。也是在1992年，公司从加拿大的西方石油公司那里获得了48.1万美元的费用，而麦基先生是这家公司的主席和首席执行官；公司还从格雷斯任董事长的W. R. Grace公司获得了8.8万美元。

这样的安排意味着绝大多数的外部董事都不是独立的外部董事。

4位没有关联的外部董事中，有3位已经年过七旬（除了年过八旬的格雷斯）并已退休。其中有一位是基金会主管，一位是学者。

但是最令人担忧的是，股票（或者缺少股票）由许多董事拥有（见表6－1）。除了格雷斯，没有一位外部董事拥有超过一定象征意义数目的股票。例如，布朗在董事会工作了近25年，但是一共只拥有400股。尽管斯潘格勒(Meredith L.Spangler)已在董事会工作了3年，但她只拥有100股。

董事1年的雇佣金是2万美元。1994年4位董事的股票价值少于1万美元。

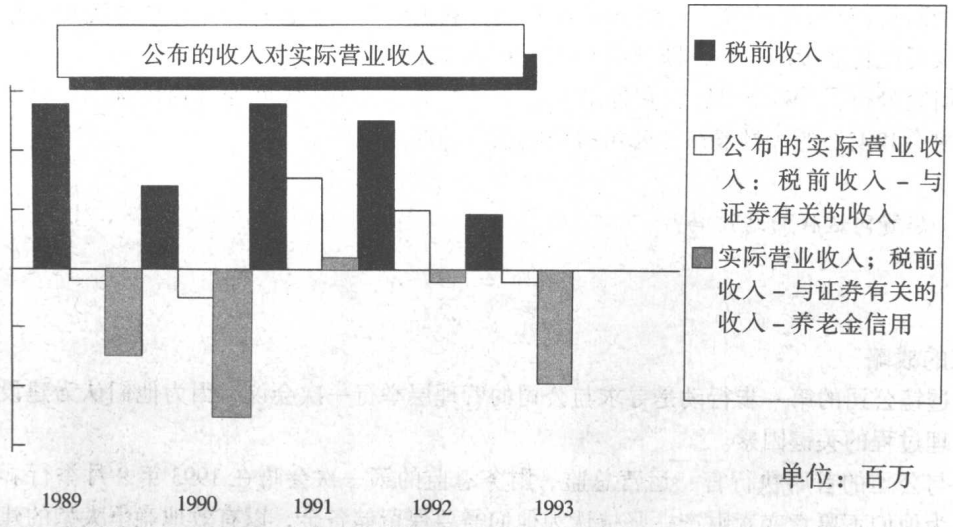
值得注意的还有，直到1993年底都没有设立提名委员会，因此没有选出新的、独立的非执。

最后，在1994年，代理人揭露，75%的会议格雷斯都没有参加。

外部董事有责任提出新的、独立的观点，必要时还有对现状提出挑战的责任。

SW公司的外部董事能起到这种作用吗？

表 6 - 1　收入——调整前后的 Stone & Webster



报告的收入与实际的营业收入

	1989	1990	1991	1992	1993
税前收入（报告的）	$ 27.296	$ 14.107	$ 28.126	$ 23.607	$ 8.453
- 与证券有关的收入	$ 28.919	$ 21.391	$ 11.863	$ 12.810	$ 12.860
营业收入（报告的）	($ 1.713)	($ 2.284)	$ 16.263	$ 10.797	($ 4.407)
- 养老金存款	$ 13.939	$ 15.247	$ 15.318	$ 13.751	$ 13.953
实际营业收入	($ 15.652)	($ 22.531)	($ 0.945)	($ 2.954)	($ 18.360)

股东的作用

当然，董事会是由股东选举的。一个不能为股东利益服务的董事会，会发现它是在办公室里选举出来的。而且，它又成为公司与它的所有者之间的隔绝层。

37 %的公司的股票由员工持股计划持有，这是一项为了鼓励在公司长期效力的不同阶层的员工而设计的奖励性项目。

员工持股计划的托管人是曼哈顿大通银行（Chase Manhattan Bank），这家银行与公司的管理层有着长期稳定的商业关系。Chase 作为商业与投资银行为公司提供服务，由此获得了大量的酬金。他们之间的关系又因在董事会层次的联系得到加强。SW 公司的外部董事胡珀也是大通银行董事会的成员。SW 公司的前任首席执行官也是大通银行董事会的成员。

作为计划的托管人，大通银行为了受益人的最大利益，负责员工持股计划中的股份投票。

作为一个由管理层选出的员工持股计划的托管人，怎样才能保护自己不卷入利益的冲突？

股东投资

这本书的两位作者是透镜基金公司的委托人，透镜公司是一个投资激进者团体，它以业绩

不佳的公司为目标，并寻求利用股东可使用的权利使公司发生变化。在 1993 年年中，透镜公司开始购买 SW 公司的股票。到 1993 年年底，它大约拥有了 SW 公司的 17.2 万股股票，大约是公开发行的普通股的 1 %，即价值 640 万美元的股份。

研究分析了 SW 公司后，它得出了结论：由于不现实的国际会计通用准则，以及昏昏欲睡的董事会和友好的大批股东，公司被隔绝于市场规则以外了。

您赞同这样的结论吗?

股东的战略

透镜公司的第一步行动是寻求与公司的管理层举行一次会议，因为他们认为建设性的对话是治理过程的关键因素。

与公司的首席执行官、运营总监、财务总监的第一次会晤在 1993 年 9 月举行。管理层坚持认为他们不愿意变卖财产，坚持认为他们需要保留储备金，以有效地竞争大型的建筑工作。

透镜公司的委托人问公司怎样说明持有 Tennco 股票的理由。公司答道：这并没花费他们的任何东西。透镜公司坚持这样做的机会成本很大，如果 Tennco 股票是停滞的资产，那么将这笔资金用于其他地方则会更具生产力。并且资本市场的好处就是当公司需要资本的时候，就可以在那里找到资金。

本书的作者之一蒙克斯在会后说道：“这明显是一种公司停滞的状态。”后来，透镜公司的委托人写信给公司,建议公司应该私有化，使员工持股计划买下公司其他所有投资者的产权。透镜公司写道：“如果一个公司不能为它的股东提供有竞争性的回报率，在我看来，公司就到了该清除淤泥的时候了。”

公司有两个月对于这封信没有反应，而这时透镜公司再提出股东议案已经太晚了。

相反地，蒙克斯推荐他自己和员工持股计划专家布拉西 (Joseph Blasi) 做董事会的成员。公司的答复说提名委员会（根据公司的要求几个月之前成立的，尽管没有作任何的声明）认为还不是重新考虑候选人的时候。

透镜公司还给员工持股计划的托管人曼哈顿大通银行写信，建议：为董事会考虑候选人资格是托管人的受托职责。他们得到了如下的回答：“大通银行可获取的资源使我们通过内部可以尽托管人的受托职责。当然，感谢你们对于这件事的关心，但是不要认为现在是有必要满足你们公司要求的时候。”

你认为上述的交流构成了建设性的对话吗?

法律

透镜公司对公司、董事会和大通银行提出了法律诉讼，声称公司没有能公布它的工程业务在已经有亏损的状态下营运，也没有披露它报告中盈余的来源是养老基金，所以公司犯了欺

骗罪。总的来说，诉讼要求公司根据会计准则披露它的财务状况，不仅仅是能被接受的况，而且反映公司业绩的真实状况。

在声明中，透镜公司说：“我们已花了最近 8 个月的时间让 SW 公司像一个公众公司那样处理事务。它只愿意享有公众市场的好处，但没有履行完全或精确地进行信息披露的责任。对于管理层和拥有 37 %股份的代理银行大通银行，我们希望通过法庭来帮助他们，以免为时过晚。”

诉讼要求两件事——精确的财务披露和公司推迟它的年度会议，以便进行代理人竞选和满足其对董事会“无”投票选举的要求。最后，诉讼要求取消大通银行作为员工持股计划的托管人的资格，因为它已经不能为专门代表员工利益的股份投票了。

法庭拒绝了延迟年度会议，透镜公司最终在诉讼中失败了。但是，SW 公司在 1995 年用透镜公司要求的方法，精确地重新报告了它的数字。在第二次开庭时，透镜公司通过努力，成功地得到了公司的内部资料。

1994 年股东大会

1994 年年度会议上，公司宣布艾伦作为首席执行董事退休（将由科尔斯代替），但他将作为主席继续服务 1 年。

透镜公司拒绝为董事会候选人投票，并解释了原因。本书作者之一的米诺说，科尔斯作为公司总经理和当选而未就职的首席执政官，也是促使公司处于漂浮不定状态的管理团队的一部分。

第二执行董事埃根（William Egan）也是候选人。作为公司的执行副总经理和首席财务官员，他对于将养老基金盈余和营业收入联系起来的决定负有责任。

在非执行董事中，透镜公司拒绝给仅拥有 200 股的汉森投票，尽管他从 1988 年就在董事会任职。他在 1994 年以前从公司得到的顾问费是被披露的，但是 1994 年的却没有披露。而且，汉森先生还是提名委员会的主席，虽然汉森先生从董事会收到的报酬是顾问费的两倍，但是公司声称提名委员会是由外部董事组成。

最后，米诺女士指出，替代克拉克进入董事会的菲特帕特里克（Donna Fitpatrick）只买了 100 股的股票。

在一篇新闻稿中，透镜公司为自己拒绝投票的决定进行了辩护：“这个董事会应当被告知，股东们不会支持将收益的亏损藏匿于养老金剩余中的董事会，不会支持对 5 年的不良业绩毫无反应的董事会。”

股东们联合起来

透镜公司并不是唯一一个发现 SW 公司业绩不良的机构股东。私人投资者奇鲁夫（Frank Cilluffo）拥有或代表了 SW 公司近 6 %的股票，其价值超过 2 300 万美元。

在 1994 年的股东大会上，奇鲁夫先生说：“在过去的 3 年里，作为一个股东，我一直在费力地试图弄清我们的身份问题。我们到底是一个工程公司、投资公司、石油和天然气公司、一家 REZT，还是从事冷藏业的公司？”从我们过去的业绩看，有效地管理所有这些行业是很困难的。任何相关的股东都知道，将精力集中在单一行业上对企业来说是责无旁贷的。

他提出了一个 7 点的修改计划：

1. 非工程业务的出售；
2. 不在使用中的不动产的出售；
3. 各种工程和管理公司的联合；
4. 将对那些适当的拥有的不动产办公室出售后回租；
5. 保持更紧缩的雇佣水平，使其反映出现在的企业水平；
6. 任用额外的博学的外部董事；
7. 对于管理层和董事会的强制退休年龄是 67 岁。

在接下来的类似的议程中，一共拥有 8 %股份的透镜公司和奇鲁夫先生，代表了变革的强烈呼声，公司对此将做出何种反应呢?

进步不大的一年

在 1994 年到 1995 年间，公司的业绩更加糟糕了—— 1994 年，它在 60 年里一直都是净赚的项目上第一次亏了本。公司辞掉了 1/6 的员工。

在一年的过程里，公司发生了增值的变化，但并不是透镜公司要求的彻底的及时的行动。

公司同意卖出 Tennco 股票，并打算买回 1 百万股股票。公司过量的一些不动产放到了市场上待售，并且公司的结构简化了。公司声称，这些变化能够为公司一年节约 5 500 万美元的成本。主席艾伦还宣布年会后他将辞职。公司宣布汉森先生将代替他，透镜公司提醒注意，汉森先生只有 200 股的股票。

首席财务官员埃根将辞去主管和董事两方面的职务。格雷斯也选择结束他长达半个世纪的服务。

公司提议采用两名新董事。第一位候选人是受到透镜公司热烈欢迎的奇鲁夫先生。作为一个公司目前已价值 10 %的股票拥有者，公司的业绩与他的利益相关重大——这种利益正是董事会长期以来所缺乏的。

另一位董事是海伯格 (Elvin R. Heiberg)，他是自己经营的咨询公司的总裁。与奇鲁夫先生相反，他只拥有 100 股。

在 1995 年的年会上，首席执政官科尔斯说：“我们已经采取了新的激励性薪酬制度、有了新的首席财政官员、而且在 Cherry Hill 的设施已经进入市场。我们已把成本结构和收入联系起来。第一季度我们已经创下了每股 32 美分的利润，而在 1994 年的第一季度，我们每股损失 86 美分。有人说我们反对变化，我要说我们已经着手变化。”

这些行动对于透镜公司来说是很不够的，他们要求的是革命性而不是渐进式的变化。尽管它欢迎出售 Tennco 股票，但是它感到资产剥离的步伐太慢了。而当他们强烈要求公司采取更激进的行动时，他们被告知高盛公司正在重新审查公司的资本结构，打算提出资产剥离方面的意见。

透镜公司回答说，除非他们知道了高盛公司审查的范围，否则他们不知道银行建议的效率如何。他们继续要求知道高盛公司审查的详细情况，但是他们没有得到任何答案。

后来，这个问题在透镜公司给董事会的一封信中被提出：“我们不知道你们要求高盛公司做些什么。如果你们要求他们做出将股东利益最大化的计划，并充分给予他们权力考虑如何处理公司的财产，这是一回事。另一方面，如果是要求他们作一个管理计划（我们对于其中的要

素一概不知），那又是另一回事。”

你认为在一个处于转变中的公司中，股东应该参与其战略计划吗？

Goldmen Sachs 有义务对谁说明责任？他们是为谁工作的？银行可能面对着什么样的冲突？

在 1995 年度之前，透镜公司又一次寻求以代理人程序为手段来发表他们的观点。透镜公司的建议和文件加起来比 10 个股东在这方面的建议还要多，包括董事每年选举一次，规定股东持有股票的最低限额，要求让独立的投资银行来研究资产剥离问题。

在像曼哈顿电话簿那样厚的文件中，公司向证券交易委员会提出要求，希望将议案排除在外。他们讨论的一些问题是很微不足道的。比如说，他们讨论说：透镜公司说格雷斯已经在董事会工作了半个世纪了，是很不准确的。实际上，在透镜公司提出议案的时候，格雷斯先生已经在董事会工作了 49 年零 7 个月。到开年会的时候，他确实已经工作了 50 年。

对于透镜公司而言，公司对议案的反应是多余的，是对公司资源低效率的使用，继续表现出将董事会隔绝于外部约束之外的明显倾向。

但是，SW 公司胜利了。证券交易委员会的委托人原则规定一个股东只能有一份议案。公司争辩说，实际上 10 个议案都来自同一个源头——透镜公司的委托人蒙克斯。

你认为股东提案程序的目的是什么？它会为股东与他的合伙投资人交流提供一个既便宜又高效的的途径吗？

这是一个公平游戏的领域吗？

另一方面，公司也使得透镜公司很难用其他方法提出自己的观点。蒙克斯要求年会时在台上做一次演讲，这个要求被拒绝了。他想对首席执行官的年度总结做出直接反应，他被告知他所有的观点都要经主席同意按程序提出。他希望向董事会的被提名者直接提问，但主席说他必须首先问被提名者是否愿意回答。当然，蒙克斯目的是使董事会候选人面对一些严峻的问题——即将来非执行董事也要问的问题。

当蒙克斯要求一位董事就董事会开展自我评估的方法举一个例子时，主席干涉他说，蒙克斯问了一个事先没有提交的问题。另一个股东打断他，要求董事回答，并说“你愿意回答一个事先没有准备好答案的问题吗？

对于透镜公司来说，这些都显示出管理层不愿对公司的未来进行真正有意义的讨论。但是面对它的股东，公司到底怕什么呢？推测起来，公司的管理者和股东都是希望同一件事情——公司的长期繁荣。那么，试图平息这些批评，公司会得到什么呢？

1995 年，SW 公司年度会议上谈论了大量关于公司民主的问题，或者说是缺乏民主的问题。在这个例子中，管理层控制了年度会议时间的选择和会议程序，并可能提供有关公司法定部门和外部意见的大量资料，使外部人不能在同一个水平上竞争。

SW 公司的故事是否告诉我们当前的制度偏向一方？怎样才能改进这种制度？

幸运的是，为了防止所有的议案都被驳回，透镜公司事先准备了替代方法。在透镜公司的帮助下，一个叫卡恩(Alan Kahn)的投资者提出一份议案，呼吁公司雇佣独立的投资银行研究资产剥离问题。在透镜公司看来，这是一个关键问题，因为它严格要求管理层对一个可信的无利益冲突的外部代理机构说明不相关财产的整合问题。

卡恩先生请求蒙克斯代表他提交这份议案。

蒙克斯先生说，公司需要来自外部的独立机构的检查——即一种说明，而不是像公司让高盛公司所做的说明那样。蒙克斯同意高盛公司是执行审查的理想机构，但是要公司问他们正确的问题才行。

但是议案超越了眼前的问题。然而，他把股东们关心的焦点集中在了公司的业绩上。它是各类股东关注的问题的聚集点，这些问题有：公司财产的处理问题、董事会的质量问题、管理层的防御问题，最后还有长期的业绩低下问题。透镜公司和 SW 公司在年会上和法庭上一次又一次地失败，蒙克斯说："将我们对公司的关注连接在一起的唯一方法，就是对这个议案进行投票。"从更广泛的意义上说，这个议案成为对董事会毫无信心的投票。

公司的首席财务官反复说，公司正在做许多透镜公司希望的事情。他说，对于隐瞒养老金存款的指控，"完全是谎言"。他又说，因为已经雇佣了高盛公司，再雇佣一家投资银行是不必要的。

议案赢得了 35.6 %的投票。如果除去由大通银行所投的代表员工雇佣计划的票，提案获得了 55 %的投票—— 一次足以证明对公司董事会缺乏信心的投票。

议案会获得成功，一部分是基于来自于董事会内部的奇鲁夫的支持。他具有董事的地位，同时又拥有大量的股票，这意味着他的支持具有确实的可信性。

第一个进步

在 3 个月内，科尔斯从公司辞职。艾伦经过在 SW 公司 50 年的职业生涯后也宣布辞职，公司由此有机会引进外部的新鲜血液。透镜公司强烈要求进一步引进外部董事与奇鲁夫先生联合，要求公司在透镜公司的帮助下，从公司的外部寻找首席执政官。公司答应了它的要求。

但是透镜公司继续对公司提出进取性的要求，甚至为公司寻找购买者。Flour Crop 公司和 Raytheon 公司都在调查合并的可能性。

在 1995 年秋，透镜公司发表了一个名为"透镜公司告诉 SW 卖掉公司"的新闻稿。在给董事会的一封信中，透镜公司写到："我们必须说，充分实现财产和专业技术人员价值的唯一途径就是变卖或合并公司。我们现在忽略资产剥离的问题，这家公司需要将自己置身于市场上，这是为股东们实现全部价值的最好的方法。"

SW 公司知道，它很快就会发现在赌博中身不由己。根据一份账目，高盛公司告知 SW 公司，公司财产的实际价值确实要高于市场价值，所以接管的时机已经成熟。

是否可以得出一个观点，对于不能够进行组织和内部变革的公司，就需要一个外部的机构来影响变革？接管是有效的方法？抑或是成功的手段？还是治理系统走向失败的征兆？

在比以前更大的压力下，董事会继续改革——他们同意用股票来支付股东工资，在新的董事会候选人和首席执行官的任用标准上咨询透镜公司的意见。

新的管理层

1996年2月，董事会任命了新的首席执行官史密斯(H. Kerner Smoth)。他的第一件工作就是告知主要的投资者和工程分析家，转变了公司从不与任何人沟通的传统政策，分析家又一次跟着公司转了。

布隆伯格(Bloomberg)商业有线新闻台在1997年6月报道说：新的首席执行官对公司的前途抱着乐观的态度，认为分析家的估计过于保守。布隆柏格指出："以波士顿为基础的公司开始讨好证券分析者和投资者，这是以前从未有过的。在1996年5月，大约是史密斯加入公司3个月后，SW公司在它108年的历史上首次为分析家提供了它的收入指南。"

史密斯的另一个特别发现是公司缺乏整体的战略计划。相反，他发现了4个核心工程业务的独立业务计划。他开始启动一项透镜公司长期以来要求的工作——评估公司的资产和勾画最有效的资产蓝图。他设置了一个特别董事委员会来研究这个问题。公司估计在1年内史密斯先生的战略价值约为每股55美元。公司继续变卖非核心资产，替换1/3的高级管理层，以此尝试打破公司文化。

1996年的代理人声明，证明新上任官员在董事会就位。3位董事在年会上退休——布朗(在任职26年后)，胡珀(22年)和赖德(9年)。

新加入董事会的董事有梅里尔(Lohn P. Merrill)(一家国际项目开发公司——梅里尔国际公司〈Merrill internationa〉的主席)、伍德(Peter M.Wood)(摩根银行〈J.P.Morgan〉前任执行董事)和雷茨尼采克(Bernard W. Reznicek)(爱迪生公司〈Boston Edison〉的前任主席和首席执行官)——他们都是有经验的商人。同年年末，另一位非执行董事也加入进来了，他是从福特公司(Ford)退休的财务主管麦加能(David N. McCammon)。

到1996年的股东大会时，1994年年会上留下来的董事只有麦基(Angus Mckee)和汉森两位。

但是也并不都是好消息。梅里尔和伍德只买了200股，表示了对公司的前途没有足够的信心。

1996年，代理人进一步深化改革。董事会采用了秘密投票的方法，允许员工持股计划进行秘密投票。公司宣布1997年1月开始，董事将分配到股票作为报酬。每一位非执行董事将得到每年400股股票和8 000美元现金，董事们也可以股票的方式接受所有的会议薪金。

最后的措施落实到位

在1996年10月，SW公司宣布了一个"主要的经营和财务结构重建计划。"

主要内容有：

• 总部联合。SW公司在纽约的总部和在波士顿的主要的经营附属公司，即SW公司的工程公司合并。曼哈顿的办公区域分租出去。公司最后承认了它对于委托人的义务，"不允许我们继续拥有众多的不动产，或保持在高成本的纽约中心地区昂贵的办公空间。"

• 精简机构。公司重建它的管理层，公司的"结构已经变得扁平化和管理幅度已经变宽，以增进责任的说明和鼓励一个更公司化的环境。"

• 出售不动产。SW 公司宣布，出售波士顿总部的房产，并计划出售或是重建波士顿的其他一些不动产。

好消息陆续传来。在 1997 年 2 月，公司宣布：

• 修改薪酬计划，这项计划是公司基于取得股东回报的目标，即希望达到在工程和建设业最高 4 分位数的目标。

• 改革提名委员会，使之具有更大的提名权，并改名为治理委员会。

• 首席执行官的业绩评估的制度化。

1997 年 4 月，董事会任命史密斯为董事长和首席执行官。监事会主席汉森被任命为首席董事。这样一来，董事会就由 11 人组成，只有 2 位是 1992 年就被任命的。

作为对他任命的回报，史密斯计划将每股收入比上年提升 15 个百分点。相应地，股票上升到 55 美元左右的价格高度。

透镜公司对 SW 公司过去 4 年里发生的变化表示赞赏。在 1997 年的年度报告中，该基金公司阐述道：“ SW 公司在公司治理各个方面发生的变化，透镜公司都起了重要作用，包括 8 位董事和 2 位首席执行官的替换、非核心财产的剥夺、财务报告制度的根本上重置、提名委员会的建立，以及对于公司最大的所有者员工持股计划来说，尤为重要的是秘密投票制度的采用。公司对它的工程事业的关注提高了。Tampa 的土地开发，石油和天然气资产，冷藏事业和波士顿的办公楼都已经或正准备出售。公司已经从昂贵又浪费的纽约总部办公室里搬了出来。SW 公司在它的领域里正在成为世界级的竞争者。在过去的 12 个月中它的股票价格提高了 52 %。”

史密斯对于基金会的干预是怎样看的呢？他说：“透镜公司使我们保持警觉。”

2000 年后记

2000 年，公司申请破产。尽管在史密斯的改革后，公司兴旺了一段时间，但是动荡的亚洲市场和其他一些倒退因素是难以克服的。

明镜集团（ Mirror Group ）

英国的股东行动主义

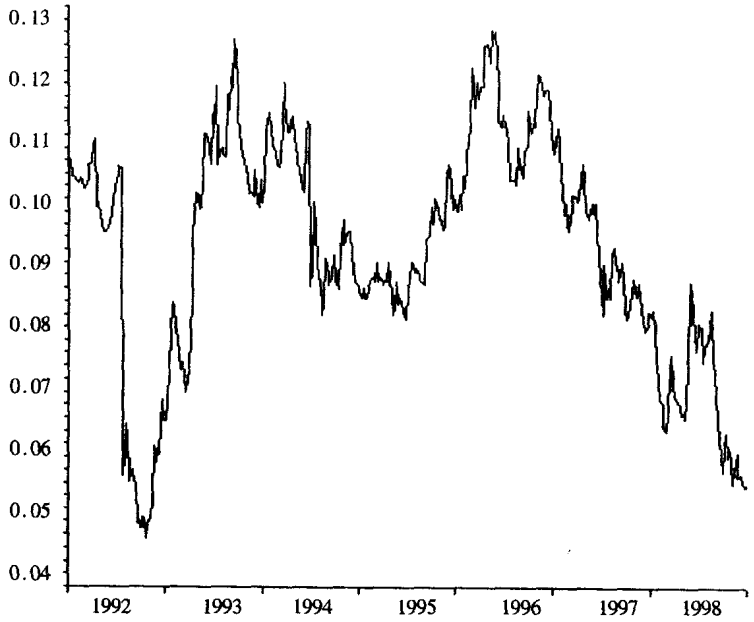
股东高度亮相是近年来美国资本市场的一个主要现象。然而， 1998 年 3 月，美国的股东激进主义透镜基金公司（本书的两位作者均为该基金的委托人）与英国基金管理公司赫莫斯（ Hermes ）联袂建立起了赫莫斯—透镜公司（ Hermes Lens ），致力于用股东的权益扭转业绩不良企业。

赫莫斯管理着价值 600 亿美元的邮政和电信业工人的养老金。它的国内股权投资组合已经指数化——该基金公司拥有 1 %以上的英国 900 家最大公司的股份——这就意味着其额外的收入只可用于增进个别股票的业绩，而不可用于交易。

在英国市场上，大量的股东激进主义很常见，但却很少公开。与美国相比，英国的市场相对较小，投资机构在地理上集中在伦敦，具有产权上的集中度（机构拥有 90 %以上的英国大

图 6 - 2　明镜相对于 FTSE 全部股票，相对于 HLAM 投资的 6 年期的股票价格

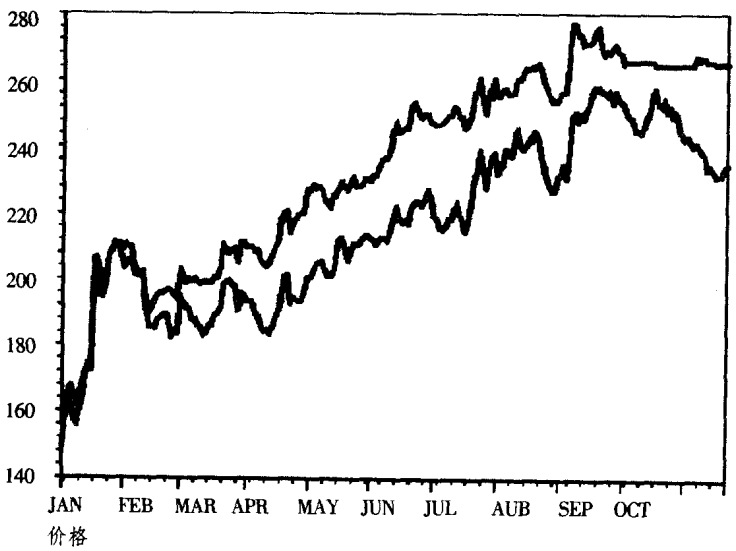
从 1992 年 1 月 1 日到 1998 年 12 月 31 日 每周



最高点 0.13，1996 年 5 月 8 日，最低点 0.05，1992 年 10 月 21 日，最终点 0.06。

来源：DATASTRFAM.

图 6 - 3　明镜公司 1999 年 1 月 1 日到 1999 年 11 月 22 日的股票价格



价格

相对于 FTSE 所有股票的价格，价格指数。

最高点 277.00，1999 年 9 月 7 日，最低点 14950 1999 年 1 月 1 日，最终点 265.00，1999 年 11 月 22 日。

来源：DATASTRFAM.

型公司），同时英国的投资者所行使的真正权力，意味着英国的机构很少需要借媒体的影响去促成变革。谈话通常就足够了。

然而，1999年初，赫莫斯—透镜公司却参与了一个英国标准的真正公开的股东激进分子活动。

活动的目标是明镜公司，一个报纸出版和有线电视公司。它的主要资产是《每日明镜》（Daily Mirror）文摘报。

明镜公司在其首席执行官蒙哥马利（David Montgomery）的领导下已失去了方向。虽然在赫莫斯—透镜看来有大量价值待挖掘，但无数的战略性决策已经损害了股东价值。到1998年底，基金公司已获得了3%的股份。

明镜集团的另一个股东——持有集团22%股份，菲利浦－德鲁（Phillips & Drew）基金管理公司，也是一个积极的股东激进分子。

蒙哥马利和明镜所有者的关系一直不太好——早在1998年2月，蒙哥马利请求公司的主要股东签署一份继任计划，计划中保证他接替克拉克(Robert Clark)出任主席。股东们拒绝了这个计划。

明镜的有线频道涉及财政和评论抨击两方面，在策划一些战略性改变方面非常活跃。1998年中，与两个出版集团的合并谈判失败。人们都知道蒙哥马利反对合并。

同样在1998年，布兰克(Victor Blank)爵士接替了非执行主席的职位。他继续推进与Trinity出版集团合并的谈判，虽然合并后的公司计划取消蒙哥马利先生的职位。据《金融时报》报道，菲利浦－德鲁公司被取消职位的消息“吓着了”。

据FT消息，蒙哥马利在12月的一次董事会上警告布兰克爵士“不要把明镜引向合并”。与Trinity的继续谈判在1999年1月与上一年同一季节的谈判一样，再次失败。股东们也对看起来具有机会主义意味的每股155磅的出价很关心。虽然地方独立媒体公司（Regional Independent Media）在1999年1月每股出价200英镑，但是股东们仍然觉得这个价格低估了公司的价值。

菲利浦－德鲁公司、赫莫斯－透镜公司和Prudential公司（5%股份的持有者）告诉布兰克爵士，他们将支持董事会所有罢免蒙哥马利的努力。与其他股东讨论的结果显示，持有异议的股东所持有的股份占了近50%。

与美国的做法完全不同，依照英国惯例，明镜的董事会大部分由执行董事组成——共8个，包括赫莫斯—透镜公司，包括主席布兰克在内共有6个非执行董事。

执行董事面临着利益的冲突。如果他们支持罢免首席执行官的做法，自己还能幸免吗？出于个人利益或仅仅出于保守，他们也会在这种情况下支持老板的。

至少6名非执行董事中的4名支持布兰克爵士罢免蒙哥马利的提议，但是6名执行董事坚决维护首席执行官。

英国公司治理体系中的一个结构缺陷是非常明显的——就是在非执行董事占少数时，如何在董事会中行使监管职能？

然而在英国的系统中，也有一个对这个问题的解决方法——由所有者行使权力。拥有10%股份的股东可以要求召开特别全体大会，投票决定其选择。在这个例子中，不满意的股东占了近30%的股份。

这些股东告知执行董事，如果他们在董事会上否决了有关对蒙哥马利的不信任行动，则这些股东会召开关于罢免的特别全体大会（EGM）。在1999年1月的董事会上，布兰克爵士要

求蒙哥马利辞职，面对这种态势，他拒绝了。

会议刚一结束，3位执行董事马上与赫莫斯以及其他机构会面。据《金融时报》报道，一个目击者说“赫莫斯被吓了一跳，他们用图表来显示明镜集团的业绩有多糟糕，这让几位董事很恐惧。”

执行董事们决定放弃对任何不信任案的投票，停止对蒙哥马利的支持。他辞职了，公司补充了一个新的首席执行官。

虽然获得了权利，但是值得讨论的是，这是用错误的方法的得到的权利——毕竟，执行董事与非执行董事有同样的法律责任采取行动使公司运转良好。因此，他们在关键的董事会投票上弃权是正确的吗？

在美国，董事会大部分由非执行董事组成。如果上述情况发生在美国式的董事会中，情况将会怎样？

如果拥有一个公司10%股份的股东就可以召开特别全体大会，那么，美国股东激进主义者的做法将有何不同？

附　录

发展中国家和新兴市场公司治理指引和最佳实践准则概述

霍利·格里高利（ Holly Gregory ）

当企业的管理层脱离而且有别于企业的资本供给者时，管理者就具有有效利用企业的资产、并全力以赴实现企业目标的责任。确保管理者如此行事，无论对企业成功的经济绩效，还是企业吸引长期、稳定和低成本的投资资本能力，都是至关重要的。这种情况在企业是上市公司、私人控股、家族控制或国家所有的性质时，尤其如此（只有当企业的管理者自身拥有企业的全部，而且完全只依赖于其自有资本时，一般来说，管理者才会把公司的资产像其自己的私有财权那样肆意挥霍，或者把资产应用于非生产性用途。）。公司治理讨论的基本问题，就是如何使企业的管理者在利用资本供给者提供的资产发挥资产用途的同时，承担起对资本供给者的责任。

无论在发达国家还是在发展中国家，由于对企业的公司治理在影响企业经济绩效和获得专利、低成本资本的能力两方面日益达成的共识，公司董事会的责任和职能受到越来越广泛的注意。董事会，或者双层制董事会制度的监事会，实际上都是为管理层对资本供给者提供的企业资产用途承担责任而设计的公司机构。过去的5年间，各种各样的公司治理指引和“最佳实践”准则的蓬勃发展，目的都是为了改善公司董事承担管理层责任的能力。这种全球性的重视董事会具有分离和不同于管理层的责任，以及描述最能使企业董事担负起这些责任的实践的运动，是现在归纳的一般意义上的公司治理重要性的一种表现，特别是董事会作用的表现。

公司治理指引和最佳实践准则出现于各种不同的社会文化背景，并受到各个国家各种法律框架、管制和股票交易上市规则、以及不同的社会价值观的影响。虽然董事会为承担管理层责任提供了一种重要的内部机制，但是有效的公司治理还需要得到并依赖于公司控制权市场、证券监管、公司法、会计和审计标准、破产法和司法执行的支持。因此，要认识一个国家的公司治理实践和其他国家的关系，就不仅必须要了解“最佳实践”的文献，而且还要了解基本的法律和司法框架。

有的治理准则与罗列或法律强制要求的披露条件有关，有的准则纯粹是自愿的性质，但制订它们的目的是为帮助预防政府或上市机构的进一步管制。在发展中国家，治理准则更有可能是为了陈述基本的公司治理原则，这种原则在发达国家倾向于更加明确，贯彻方式主要包括公

司法和证券管制，例如公正对待股东、需要可靠和及时的有关公司业绩和所有权结构的信息披露、召开公司年度股东大会。不过，无论在发达国家和发展中国家，公司治理准则的焦点主要还是董事会，以及试图描述董事会的定位方式，以便提供详细的某种指引和监督管理层和向股东和社会负责的形式。

概述

制订公司治理指引和最佳实践准则的现代趋势，开始于20世纪90年代初期的英国、美国和加拿大，目的是要解决大公司出现的公司业绩问题、可感知的缺乏有效的直接和公司业绩问题相关的董事会监督、以及机构投资者要求变革的压力。英国的凯德伯瑞（ Cadbury ）报告、美国通用汽车公司（ GM ）的董事会指南、以及加拿大的戴耶（ Dye ）报告，都分别证明是其他指引和准则工作的源泉。

在过去的10年中，治理指引和准则的发布者是股票交易所、公司、机构投资者、董事协会以及公司管理人员。遵守那些公司治理的推荐内容一般不由法律强制规定，虽然和股票交易相关的治理准则可能具有某种强制作用。例如，英国伦敦和加拿大多伦多股票交易所的上市公司就不需要遵循凯德伯瑞报告（以及在准则合订版中的修改内容）和戴耶报告，但它们必须披露它们是否参照了那些推荐的治理建议，而且还必须提供它们和准则建议不一致的解释。这样的披露条件对公司遵守治理准则形成了巨大的压力。相比之下，由董事协会、公司管理者和个别公司发布的公司治理原则，倾向于完全自愿的形式。例如，GM董事会指南简单的反映了公司董事会改善其自身治理能力的个体行动，但这种指南可以具有广泛的影响力。就GM公司治理指南的情况来说，机构投资者就鼓励其他公司采纳和类似的公司治理指南。

在发展中国家，自愿性指南和更具强制性的最佳实践准则也都是同时颁布的。例如，巴西董事学会发布的最佳实践准则，以及墨西哥企业协调咨询顾问会公司治理委员会发布的公司治理准则，两者完全就是信心的表现，与上市公司的任何条件都没有关系。同样，印度工业联合会准则和泰国股票交易所准则的设计初衷，是要在治理最佳实践的公司部门树立意识，但同时又和股票交易所的上市条件没有任何关系。相比之下，马来西亚公司治理准则、香港股票交易所发布的最佳实践准则以及南非金（ King ）委员会公司治理报告，都企图强行要求披露和遵守其推荐的公司治理相关信息。

下面特别将发展中国家颁布的公司治理指引和最佳实践准则的若干关键要素总结于下。

公司目标

社会价值观的多样性使得不同的国家认识公司目标或“使命”的角度不同。公司应当如何优先考虑股东利益和利益相关者的利益，例如员工利益、债权人利益以及其他成员的利益，主要有两种形式。在盎格鲁—撒克逊国家，即澳大利亚、加拿大、英国、还有美国，所有者投资的价值最大化是公司考虑的首要目标。这种目标在公司治理指引和准则中的反映，就是重视董事会代表股东利益的义务并使股东价值最大化。在发展中国家中，巴西的公司治理准则学会、

印度工业联合会准则、吉尔吉斯共和国股东学会章程、马来西亚公司治理报告以及韩国股票交易所最佳实践准则，全部都明确承认，董事会的使命就是要保护和增强股东在公司的投资。

“董事会的使命就是使股东价值最大化”巴西公司治理学会最佳实践准则第一条。

“董事会代表社会的股东，具有按照股东利益行事的义务”股东学会章程（吉尔吉斯共和国）第17款第1条。

“所有上市公司至高无上的目标……就是长期保护和增强股东的投资”（马来西亚）公司治理报告，引言第1、2、3节。

在其他国家，比较注重更为宽泛的股东范围。不过，这种观点在发展中国家颁布的公司治理指引和准则中体现得并不充分，虽然有的文件承认股东价值应该加以考虑（例如，南非金报告说：“董事必须按照企业的意志行事，而且全力以赴在考虑利益相关者利益的同时，增加股东的价值。”〈第5章第27款第7条〉）。这种情况可能是有关公司目标看法趋同的结果。现在越来越多的人承认，为了吸引潜在、低成本的资本，需要满足股东期望，与此同时，越来越多的人感觉到需要表述股东的利益才能使股东价值得到长期的最大化。正如“GM董事会使命声明”所承认的那样，“董事会对股东，以及顾客、员工、供应商和公司经营所在的社区的责任，都出现于企业成功的起伏中。”类似的，从长期来说，公司的成功和股东以及利益相关者的利益是一致的。

董事会的责任和岗位描述

大多数公司治理指引和最佳实践准则都宣称，董事会对公司的发展方向承担责任，并且着重指出，董事会的责任和管理层的责任不同。但是，公司治理指引和准则在解释董事会的角色方面，细化程度不同。例如，加拿大的戴耶报告、法国的威隆（Viénot）报告、马来西亚的公司治理报告、墨西哥的公司治理准则、南非的金报告以及韩国的股票交易所准则，都明确提出了董事会的职能，例如战略规划、风险识别和风险管理、高层管理人员的选拔、监督和薪酬、权力交接的安排和股东沟通、财务控制的稳健以及一般遵守法律的情况，这些都是董事会的独特职能。吉尔吉斯共和国股东学会章程制定了一份详细的需要董事会批准的事务表。其他公司治理指南和最佳实践准则都没有特别细化。例如，香港股票交易所准则只是简单的把董事的职责界定为确保遵守上市规则，以及要求董事执行和包容交易所规定的“宣言和承诺”。各个准则在这一点上的不同方式反映了公司法和公司上市标准对董事会责任所做要求的差异程度，而没有什么重要的实质性差别。

董事会的主要职能是：

- 引导公司的战略和结构；
- 经常为公司建立战略，包括确定公司应该进入和不应该进入的经营义务；
- 经常为确保高层管理实施公司战略为己任；

- 确保公司在经营和财务方面具有准确的内部控制制度；
- 监督高层管理的活动；
- 选拔首席执行官、保证更替并且对高级执行官的任命给予指导；
- 向与公司相关的群体提供公司开展活动的信息；
- 确保公司的经营活动遵守商业道德；
- 提供高层管理的替换；
- 准确表达退休和医疗保健的利益和酬资状况方面的信息。

（南非）金报告，第4章第1节。

董事会的构成

绝大多数治理指南和最佳实践准则都表达了和董事会构成相关的主题，包括董事的资格和董事会成员的标准、董事提名的过程和董事的独立性以及领导地位。

标准

一个董事会董事的资质、经验和独立性直接反映出董事会的绩效。各式各样的治理指引和准则描述了董事会成员的标准和重视程度都各不相同，但突出倾向于诸如经验、个人特征（包括独立性）、核心专长和信息获得性这些方面的情况。

每个非执行董事必须确保他能够给予所碰到的问题投入充分的时间和精力……并且满足交易所规定的作为上市公司的董事应有的特性、正直、经验和才干。香港股票交易所，最佳实践准则第10节和指南A.5。

董事会应该具有多样性背景、知识和经验。巴西公司治理学会最佳实践准则第3章。

（非执行董事应该）知道如何阅读财务报表、损益表、现金流量表和财务指标，并且对公司法要有若干的知识。印度工业联合会准则，推荐第4条。

董事候选人应该具有正义感和独立思考；表述独立的思想和勇气；把握经营义务的现实；认识在地方、国家和国际上发生的变化；懂得企业和财务“语言”。(南非)金报告，第9章，8.2节。

董事提名

董事提名的程序在许多治理指引和准则中引起了相当的注意力，一般倾向于在董事的任命问题上重视正式和透明的程序。在英国和美国，偏爱利用提名委员会来作为降低CEO选拔对董事会影响的手段，因为董事会的职责具有监督CEO业绩的内容（对美国的这种情况，参见全美公司董事协会董事职业精神委员会（1996）和GM董事会指南（1994）；英国的情况，参见Hampel委员会报告（1998））。马来西亚公司治理报告陈述了一种类似的观点：“采用正式的、利用董事会向全体董事推荐的董事会任命程序，应该被视为良好的公司治理实践”

（解释注解第 4 条，也可参见韩国股票交易所最佳实践准则第Ⅱ .3 ）。不过，同时在南非金报告的倡议中，达成共识的确是董事会、总的来说对董事提名具有最终的责任。

内部和外部“独立董事”的组合

绝大多数公司治理指引和最佳实践准则都同意，董事在一定程度上的独立性，或者对管理层业绩进行客观判断的能力，是董事会对管理层业绩进行客观判断的能力的重要表现。在美国、英国、加拿大和澳大利亚，虽然法律或上市条例对此没有要求，但最佳实践准则一般主张上市公司的董事会应该至少包括若干独立董事。这种观点在美国和加拿大还有进一步的发展，在这两个国家的公司治理最佳实践准则中，要求董事会的“绝大多数”成员由独立董事组成。其他地方的有些最佳实践准则在这个问题上则不是太严格，只是寻求一直能够执行董事和非执行董事的平衡（虽然“非管理层”或“非执行”董事可能要比管理层成员客观些，但很多准则文件承认，一位非管理层董事可能仍然做不到真正的“独立”，如果他或她和管理层具有错综复杂的财务或个人关系时）。尽管如此，许多国家还是达成了共识，这就是上市公司董事会应该至少包括若干非执行董事，他们和管理层没有重要的家族和义务关系。

董事会应该包括有能力发挥独立于管理层、控股股东和公司的外部董事。**韩国股票交易所最佳实践准则第Ⅱ .2.2。**

董事会成员的大多数应该是独立身份。巴西公司治理学会最佳实践准则，第 3 条。

任何董事会都不能少于具有卓越才干的两位非执行董事，他们的看法将在董事会决策中占据重要的地位。**南非金报告，第 2.2。**

予以推荐独立董事在董事会全部成员中至少占据 20 % 的数量。**墨西哥公司治理准则，原则第 6 条。**

“独立”的内涵各不相同。例如，根据巴西公司治理学会的理解，一位董事是独立的，是指：他或她除了和董事会成员以及股东成员以外，与公司本身也没有任何关系；除董事津贴或股票分红之外不接受公司的任何薪酬；从来也不曾是公司（或分公司或子公司）的员工；对公司不提供任何服务或产品（以及不被提供主要服务或产品的公司所雇佣）；与任何公司官员、管理者或控股股东都没有亲戚关系。

每家上市公司应该有独立董事，即不是公司官员的董事；他和公司的官员没有关系，也不代表控股或家族股东；在公司董事会看来，他代表着公共股东的利益，独立于任何会干扰其进行独立判断的关系之外。**马来西亚公司治理报告，解释条例第 4.23。**

1998 年 2 月，韩国股票交易所采纳了一个上市条件，规定每家上市公司的外部董事至少要占 1/4 的比例。没有资格入围“外部董事”名单的人是：控股股东；不是局外人的董事的配偶或家庭成员；当前或目前的公司、分公司或与公司“有着重要的义务关系”的子公司官员或员工；在 3 家或 3 家以上的上市公司中担任外部董事的人。**KSE 上市公司规则，第 48 — 5 条。**

比较来看，凯德伯瑞报告只是简单地提到这样的董事——除了他们的费用和持股外，他们独立于管理层，并且不受任何义务或其他可以从根本上干扰进行独立判断的关系的影响。所以

许多最佳实践准则文件，如凯德伯瑞报告和全美公司董事协会董事职业精神委员会（美国）就视这种最终确定构成“独立性”的内涵，为董事会要决定的问题。

独立董事领导地位

有的治理文献认为，独立董事领导地位是为了鼓励非执行董事合作共事，以便提供真正的监督管理层的能力。（美国）全国公司董事协会对此解释说：“设立（一位独立）领导人的目的不是为了增加另外一层权力等级，而是要确保谨慎行使一定的关键独立职能的组织和说明责任”，例如评估 CEO；主持非执行董事委员会；制订董事会日程；带领董事会应付危机。

许多指引和准则希望通过推荐一种在 CEO 和董事长之间清晰的责任分工，来建立独立的领导地位。在这种方式中，当 CEO 在董事会中占有相当地位时，非执行董事也将有一位正式的领导人来调查董事会的职权。较少重视大多数独立董事需要的文件似乎更多地重视董事长和 CEO 的分离责任。例如，印度联合会报告清晰地阐述这两个概念之间的关系——推荐说道，如果董事长和 CEO（或者常务董事）是同一个人，那么非执行董事的多数比例就是必要的。（推荐第 2 条）马来西亚公司治理报告做出了类似的重视，“当两者合二为一时，董事会中应该有一种强大的独立要素。”（最佳实践 AA. Ⅱ）这和凯德伯瑞报告是一致的，该报告认为，在董事长也是 CEO 的情况下，“至关重要的，是在董事会中应该有一种强大的独立要素”（第 1.2 节）。

董事会委员会

在发达国家，由董事会委员会发挥董事会诸多职能已经成为广泛接受的事实。例如，提名委员会、审计委员会和薪酬委员会都是澳大利亚、比利时、法国、日本、荷兰、瑞典、英国和美国推荐的。但这些委员会的构成各不相同，普遍的看法是，非执行董事起着一种特殊的作用。

审计委员会的职能和构成在绝大多数治理指引和准则文件中得到了相当的重视，原因在于这种委员会在保护股东利益和增强投资者信心方面发挥出了关键的作用。

> 对所有上市公司董事会建立审计委员会的需求，要给予特别的重视，以确保有效监督和评价公司管理层、内部审计程序、财务报表的准备以及向投资者和股东披露的一般信息。*总裁信息，泰国股票交易所准则和指南，第 iv - v 页。*
>
> （应当有）一种机制，以便向董事会提供担保，判断审计职能的遵守情况，确保内部和外部审计的实施具有可能的最高客观性，并且财务信息是有用、值得信赖和准确的。*墨西哥公司治理准则。推荐第 12 - 13 条。*

有的国家还特别推荐了审计委员会的规模。在印度，推荐的最小规模是 3 人成员，这和马来西亚、英国的情况一样。再者，南非和印度两个国家都重视附加的对审计委员会成员所要求的时间条件，以及对这种委员会形成书面条款的重要性。马来西亚还提到需要向审计和其他董事会委员会提供书面条款。

披露问题

披露在许多国家的证券法中是一个高度重视的问题。不过，还是存在公司自愿披露、超越法律规定的空间进行披露的矛盾。绝大多数国家都一致同意，要求董事披露其相关利益，并且在年报中向股东披露财务状况信息，一般来说，这些是法律要求的，但有的治理指引和最佳实践文件也做出这样要求。同理，即使董事通常受到有关信息披露准确性的法律条件的制约，许多发达和发展中国家的治理准则还是描述了董事会的责任中，包含准确披露公司财务状况，以及股东大会召开以前筹备董事会议程的信息。许多治理准则还把留待股东年度大会上股东决策的问题逐条列记。原则上，公司治理指引和最佳实践都高度重视董事会财务报告的义务和董事会审核审计的职能，这再次是因为这些信息是关系到投资者信心和市场完整性的关键。南非突出了这一关键点，指出公司董事必须评判其他国家是否没有达到这种详细的程度，但差别并不是特别重要，因为披露在许多国家中，通过证券法规的作用，倾向于高度监管。

总结

上述对各种各样的公司治理指引和准则所阐释的主要原则的简要评论说明，不存在任何单一的、人所共识的“良好”治理制度。每个国家都有自己的企业文化、国民性格和优先权。同时，每个企业都有自己的历史、文化、目的和业务成熟期。所有这些因素都需要仔细研究，才能打造出适合每个国家或企业的最佳治理结构和实践。不过，国际资本市场的影响将可能推动治理实践出现某种趋同。

> 随着国民经济之间管制壁垒的倒塌以及全球资本竞争强度的增加，投资资本将流向那些采纳了有效治理标准的公司，这些治理标准包括可接受的会计和披露标准，以及完善的旨在提供对管理者独立、负责的监督的投资者保护与董事会实践。企业部门公司治理顾问组向 OECD 做的报告，1998 年 4 月（即米尔斯坦报告）。

这种趋同性随着发达国家和发展中国家日渐形成的共识将会越来越明显，在公司治理范式中，董事会的结构和实践是提供公司说明责任的关键——管理层向董事会负责，董事会向股东负责。

主题词

accountability 问责制
accounting methods 会计方法
  principles of 会计原则
  social responsibility 社会责任
  See also value enhancement (measuring) 也可参见价值增加（测度）
agency costs 代理成本
antitrust law 反托拉斯法
bank trusts 银行信托
banks 银行
  controversy over role 对银行角色的争论
  power of 银行的权力
  representation on boards 银行在董事会中的代表
  and state control of companies 银行和州对公司的控制
best interests 最佳利益
boards 董事会
  authority of 董事会的职权
  and CEO 董事会和首席执行官
  chairman of 董事会主席
  checks and balances 董事会制衡
  as collective representative 董事会作为集体决策
  committees 董事会委员会
  composition 董事会构成
  decision - making 董事会决策
  evaluation of 董事会的评估
  ICGN Principles 国际公司治理网络原则
  independent leadership 独立领导方式
  and information 董事会和信息
  legal framework 董事会法律框架
  and management 董事会和管理层
  orientation 倾向
  responsibilities 责任
  staggered 交错性董事会
  structure 董事会结构
  succession and strategic planning 董事会的继任和战略计划
  time horizons 董事会的时间范围
  see also directors 也可参见董事
business audits 企业审计
capital
  demands of 资本的需求
  globalization of 资本的全球化
  morbid 短期资本

cash,
value of 现金的价值
CEO 参见 chief executive officer(CEO) 首席执行官
charitable giving 慈善捐赠
chief executive officer (CEO): 首席执行官
and the board 首席执行官和董事会
CEO - king 首席执行官—国王
compensation 首席执行官报酬
as decision - maker 首席执行官作为决策者
as director 首席执行官作为董事
evaluation of 首席执行官的评估
expectations of 首席执行官的期望值
power of 首席执行官的权力
replacement of 首席执行官的替代
shareholders 股东
codes: 准则
German 德国准则
investor perspective 投资者的观点
triumph of 准则的辉煌
universal 通用准则
compensation: 报酬
abusive practices 报酬滥用的现象
bundled proposal 捆绑式提案
Christmas tree 圣诞树
deliberate obfuscation 故意装傻
executive 经理
future directions 未来方向
guaranteed bonus 保证红利
ICGN 国际公司治理网络
phony cuts 假意削减
restricted stock 限制性股票
as semiannual bonus 半年分红作为报酬
stock options 股票期权
upside/downside 报酬上行/下行
conflicted owner 自相矛盾的所有者
conglomerates 集团企业
control: 控制权
loss of 控制权的损失
and ownership 控制权和所有权
cooperative entrepreneurship 合作型企业家精神
corporate citizenship 公司的籍贯
corporate governance: 公司治理
defined 公司治理的界定
Global Forum 公司治理全球论坛
guidelines and codes of best practice 公司治理指南和最佳实践准则
implementation 公司治理的实施

standards	公司治理标准
corporate manslaughter	公司杀人
corporate performance:	公司业绩
measuring	公司业绩的测度
corporate privilege	公司的特权
corporation:	公司
balancing interests	平衡利益
defined	公司的界定
economic value added	经济附加值
efficiency and efficacy	公司的效率和效力
equilibrium in	公司的均衡
evolution	公司的演化
externalities	公司的外部性
franchise	特许权
and free speech	公司和免费宣传
global	全球公司
good and bad	好公司和坏公司
and government	公司和政府
human capital	公司的人力资本
human satisfaction	人类需要的满足
identity	公司的身份
long - term strategy	公司的长期战略
in the marketplace	市场中的公司
market value	公司的市场价值
measuring value enhancement	公司的价值测度增加
as moral person	作为道德人的公司
non-economic considerations	公司的非经济因素考虑
objectives	公司目标
as a person	公司的人格
planning	公司计划
political donations	公司的政治捐赠
probation of	公司的缓刑
proposal for change	公司的变革提议
purpose	公司的目的
rights	公司的权利
social structure	公司的社会结构
in society	社会中的公司
structure	公司结构
transferability	公司的可转移性
triumph of	公司的辉煌
ubiquity and flexibility	公司的普遍性和灵活性
value of cash	公司的现金价值
crime (corporate): examples	公司犯罪的例子
within the limits of the law	法律限度内的公司犯罪例子
Currency Transaction Reports (CTRs)	现金交易报告
decision - making:	决策

bottom – up consensus	自下而上的决策共识
by the board	董事会决策
by the CEO	首席执行官决策
by employees	员工决策
moral process	道德过程
directors:	董事
Anglo – American boards	英美董事会
audit committees	审计委员会
authority of	董事的职权
and balance of power	董事和权力制衡
board – management relationship	董事会 – 管理层的关系
CEO/chairman	首席执行官/董事长
and compensation	董事和报酬
confidential voting	秘密投票
in a crisis	危机中的董事
Delaware factor	特拉华州因素
designated	指派
duties	职责
election/recruitment	选拔/招募
ex – CEO as director	前首席执行官任董事
executive session meetings	经理例会
failing in their duty	未能尽职
impact of takeover era on	接管时期对董事会的影响
and information flow	董事和信息量
interlocks	相互关联
and "just vote no" strategy	董事和“只投反对票”战略
liability	义务
modest proposal for	适度提议
nomination	董事提名
orientation	董事的倾向
outside (independent)	外部(独立)董事
and policy	董事和政策
recommendations for the future	董事对未来发展的建议
response of	董事的应对
and shareholders	董事和股东
suspension of	董事的终止
time and money	董事的时间和金钱
see also boards	参见董事会
dirigisme	
disclosure issues	披露问题
dual-board system	双层董事会制度
economic value added	经济附加值
economically targeted investment (ETI)	经济目标型投资
employee stock option plans (ESOP)	员工持股计划
employees:	员工
as cooperatives	员工作为合作因素

and decision – making	员工和决策
and ESOP	员工和员工持股计划
participation	员工参与
and reasons for ownership	员工和所有权的理由
role of	员工的作用
equilibrium	均衡
equity	股权
equity fine	股权惩罚
ethical contract	道德契约
Generally Accepted Accounting Principles (GAAP)	通用会计准则
goals:	目标
establishing	建立目标
social and economic	社会和经济目标
government:	政府
and corporate links	政府和公司的联系
institutions	政府机构
power of	政府的权力
regulation by	政府管制
role in economy	政府在经济中的作用
greenmail	绿票讹诈
information systems	信息系统
insurance	保险
investors see shareholders	投资者参见股东
knowledge capital	知识资本
knowledge society	知识社会
law of economics	经济学的规律
limited liability	有限责任
loan guarantees	贷款担保
management :	管理、管理层
centralized	集权管理
and the CEO	管理层和首席执行官
and compensation	管理层和报酬
' dinosaurs'	管理层“恐龙”
and employees	管理层和员工
and ESOPs	管理层和员工持股计划
future directions	管理层的未来方向
and integration of employees, owners and directors	管理层和员工、所有者和董事的一体化
and the PDG	管理层和 PDG
role	管理层的作用
and shareholders' concerns	管理层和股东问题
and stock	管理层和股票
market value	市场价值
mortmain	永久管业权
mutual funds	共同基金
ownership:	所有权
and control	所有权和控制权

conflicted	所有权自相矛盾
ownership(Shareholders):	所有权（股东）
American corporations	美国公司的所有权
and the board	所有权和董事会
defined	所有权的界定
early concepts	所有权的早期概念
Eastern Europe	东欧
fractionated	分散的所有权
framework for participations	参与的所有权框架
functional	职能所有权
‘ ideal ’ owner	“理想的”所有者
institutional investors	机构投资者
investing in activism	投资行动主义
legal	法定所有权
new models and paradigms	所有权的新模式和新范式
no innocent shareholders	没有不可能获罪的股东
numerical	数量众多
pension plans	养老金计划
personal	个人的
prisoner's dilemma	囚徒困境
proxy proposals	股东代理议案
relationship investing	关系投资
and responsibility	所有权和责任
rights	权利
separation of ownership and control	所有权和控制权的分离
takeover era	接管时期
patents	专利
pension funds:	养老基金
advantages of size	养老基金的规模优势
creation myths	养老基金创造神话
defined benefits plan	养老基金固定利益计划
defined contribution plans	养老基金固定征缴计划
disadvantages of size	规模劣势
FERS/FERSA	联邦雇员退休系统/联邦雇员退休系统法案
as investors	养老基金作为投资者
as owners	养老基金作为所有者
private	私人养老基金
public	公共养老基金
TIAA/CREF	教师保险与年金协会/大学退休股权基金
political action committees	政治行动委员会
power (corporate):	权力（公司）
and performance	权力和绩效
price-fixing	价格垄断
privatization	私有化
profit	利润
race to the bottom	走向深渊的竞赛

relationship investing 关系投资
responsibility (corporate) 责任(公司)
and disclosure of information 责任和信息披露
and 'Kew Garden' principle 责任和"Kew花园"原则
and obeying the law 责任和遵守法律
and reducing involvement in politics 责任和减少对政治的参与
return on equity invested (ROE) 净资产回报率
rights, individual and corporate 个人和公司的权利
self - regulation 自律
shareholder value 股东价值
shareholders: 股东
and abusive compensation practices 股东和滥用报酬的现象
accountability to 对股东的职责
activism of 股东行动主义
advisory committees 股东顾问委员会
and the CEO 股东和首席执行官
consent of 股东同意
directors as 股东作为董事
as disenfranchised 被剥夺了权利的股东
and electoral system 股东和选举制度
equitable treatment of 公正对待股东
and failing enterprises 股东和失败的企业
global 全球股东
interests 股东利益
involvement of 股东介入
and 'just vote no' strategy 股东和"只投反对票"战略
legendary function 股东的传奇功能
making the system work 股东使系统运转起来
and management 股东和管理层
not innocent 股东并非无罪
OECD code 经济合作与发展组织(OECD)股东准则
one share, one vote 一股一票
as passive owners 股东作为被动的所有者
paying the cost 股东支付成本
political donations 股东政治捐赠
power of 股东的权力
prisoner's dilemma 囚徒困境
proxy proposals on governance issues 治理问题中的股东代理议案
returns 回报
rights of 股东的权利
and takeovers 股东和接管
and voting 股东和投票
shares: 股票
cross - shareholding 交叉持股
exchange offers 股票交易开盘
non - voting 非投票权股票

one share, one vote	一股一票
regulatory framework	管制框架
selling of	出售股票
soft dollars	软钱
transferability of	股票的可转让性
social accounting	社会会计
social investment see economically targeted investment	社会投资，参见经济目标型投资
special purpose corporations	特殊目标公司
‘ stakeholder ’ laws	“利益相关者”法规
stock options:	股票期权
ESOP	员工持股计划
restricted	限制性股票期权
treatment of	对股票期权的处理
stockholder neutral	股票持有者中性
stockholders	股票持有者
see also shareholders	也可参见股东
suppliers	供应商
takeover/s:	接管
board response	董事会的应对
crown jewel strategy	皇冠策略
Delaware factor	特拉华因素
hostile	敌意接管
impact on the board	接管对董事会的影响
Jewish Dentist defense	犹太牙医防御
PacMan defense	吞食防御
poison pill	毒丸
and selling of shares	接管和股票出售
two - tier tender of	双层报价接管
white knight defense	白衣骑士防御
tax reform	税制改革
theme parks	主题公园
trusts	信托
universities/foundations	大学/基金
value enhancement (measuring):	价值增加（测度）：
big bath	再造
binomial pricing model	二项式定价模式
economic value added (EVA)	经济附加值
GAAP	国际通用会计准则
goodwill	商誉
human capital	人力资本
knowledge capital	知识资本
stock options	股票期权
value of *cash*	现金的价值
verrouillage system	友好相互持股制度
voluntary restraint agreement (VRA)	自愿限制性协议

MBA

Corporate Governance 公司治理 （第2版）

《公司治理》一书对商业领域最重要的主题做出了详细而明确的介绍，无论学生、学者、股东、公司管理者还是普通员工都会在书中找到他们的需要。

——美国西北大学凯洛格商学院教授Donald Jacobs

这正是我们需要的——由公司治理领域真正的专家撰写的精彩教材。

——美国印第安那大学公共和环境事务教授Jeanne Patterson

寻找真实世界的案例的MBA学生将会在本书中发现他们满意的材料……

——美国得克萨斯大学教授Stuart L.Gillan

本书提供了该领域坚实的理论框架，通过大量案例和政策描述对这一重要论题进行了阐述。

——加州大学洛杉矶分校教授Fred Weston

本书是由公司治理领域最具权威的两位作者写就的公司治理领域最具权威的著作，被国外多所著名高校采用为“公司治理”课程的MBA教材。

书中全面介绍了公司治理所涉及到的几乎所有领域，从基本概念到最新理论与实践都有详细阐述，第二版更包括了国际公司治理等领域的最新发展。

十多个来自真实世界的详细案例更适合于进一步理解概念及教学需要。研究公司治理的专业人士及师生都会从书中找到自己的需要。

责任编辑：郝景山　刘瑞思

红十月工作室 RED OCTOBER STUDIO TEL:13901105614 装帧设计

ISBN 7-5005-6788-X

9 787500 567882 >

ISBN 7-5005-6788-X/F・5925

定价：39.00元

[General Information]
书名=公司治理
SS号=11223597
作者=（美）罗伯特·蒙克斯，尼尔·米诺著；李维安，周建等译
页数=404
ISBN号=7-5005-6788-X
原书定价=39.00
出版社=北京：中国财政经济出版社
出版日期=2004.01
丛书名=全美最新工商管理权威教材系列
主题词=公司-企业管理-教材
起始页=1

封面
书名
版权
前言
目录
主题词…… (397)相关案例◆芝加哥小熊队可以在夜里比赛吗？／1
第1章　什么是公司？定义／1
目录译者介绍译者序前言致谢导言／1
◆婴儿饮用掺假饮料，谁应受到惩罚？／2
◆美国电话电报公司（AT T）的所有者应该为宣传付费吗？／2
公司结构的演化／2
人类需要的满足／6
公司的目的／6
社会组织／7
效率和效力／7
普遍性和灵活性／8
身份／8
公司的“人格”／8
作为一个“道德人”的公司／9
◆帝国化学工业上市公司／10
社会中的公司／11
市场／12
未来发展方向／12
公司权力与公司业绩／13
◆公司犯罪的某些实例／14
◆一位英国人对公司犯罪的再定义／15
公司犯罪：“在法律的限度内”／17
公司的缓刑／18
◆克莱斯勒汽车公司／22
公司和政府：共同决定市场／22
◆英国的公司政治捐赠／23
衡量业绩／25
◆“特拉华州的难题”／25
◆会计危机的年头／26
平衡利益／27
◆保护，宾夕法尼亚模式／29
◆“好的”，“坏的”，真的／30
好公司和坏公司？／30
均衡：Cadbury范例／33
测度价值增加／34
◆强生公司（Johnson　Johnson）／34
通用会计准则（GAAP）／35
◆西尔斯汽车／37

◆绿树公司的财务／37
◆FASB对股票期权的处理／37
市场价值／39
◆主题公园大战／39
每股收益／40
EVA：经济附加值／41
现金的价值／42
知识资本／42
人力资本：“不是你所拥有的，却是你知道的”／42
◆戴姆勒—奔驰和纽约证券交易市场／45
公司的“外部性”／46
◆Prototype上市公司／47
公司管理中的非经济考虑／56
◆价格垄断／57
第2章　股东：所有权定义／65
所有权的早期概念／66
公司的早期概念／67
双重遗产：个人的权利和公司的权利／68
公司的重新创造：20世纪90年代的东欧／69
美国公司的演进／70
◆标准石油和大企业的涌现／71
公司组织的核心要素／73
◆合伙企业与公司制企业的对比／74
◆汽车工业中的自愿限制协议／75
所有权和控制权的分离，第一部分：伯利和米恩斯／76
◆自相矛盾的所有者／77
分散的所有权／79
◆朱尼尔（Junior）在布斯贝港的投资／80
所有权和控制权的分离，第二部分：接管时代／82
唤醒沉睡的巨人／84
◆一股一票／85
参与的框架／88
所有权和责任／88
没有不可能获罪的股东／88
卖还是不卖：囚徒困境／90
机构投资者都是谁？／91
◆R.P.斯切尔和花旗银行／92
银行信托／92
共同基金／93
保险公司／93
◆罗维·普莱斯投资公司和德州石油公司／93
◆罗斯基金叫板麦克瑟姆公司／94
◆相互牵制的董事们／94
大学和基金／94

养老金计划／95
世界上最大的资金库／95
◆缅因州的退休养老系统／97
作为投资者的养老金计划／100
作为所有者的养老金计划／101
公共养老基金／102
◆公共基金行动主义／105
经济目标型投资／106
联邦雇员退休系统／107
TIAA-CREF／109
私人养老基金／110
◆坎贝尔·索普（Campbell Soup）公司，通用汽车公司（GM）／112
◆“通用装饰器械公司”（Universal Widget）／113
沉睡的巨人苏醒：治理问题中的股东代理议案／114
◆Honeywell公司和Furr饭店／116
证券交易委员会对代理制度的改革／119
聚焦董事会／119
◆SWIB和蜂星公司（Celltar）／120
◆联合金融公司／121
投资行动主义／122
新模式和新范式／123
◆从杜邦到关系投资／123
“理想的所有者”／128
◆A P、派拉蒙公司和凯马特公司／129
养老基金作为“理想的所有者”／130
“理想的所有者”足够了吗？／131
第3章　董事：监督英美董事会简史／142
当代典型的董事会／142
规模／143
开会频率／143
多样性／143
内部／外部组合／143
所有权／144
董事会的职责：法律框架／145
董事会与管理层的关系／147
◆RJR纳比斯科公司（RJR Nabisco）、得克萨斯实业公司（Lone Star）和坦布兰兹公司（Tambrands）／148
信息流／148
首席执行官——董事长／151
第22条军规（Catch 22）：前首席执行官担任董事／153
◆董事的离职／155
董事的提名／155
◆董事向董事会提出更多的要求／156
◆伊马普公司（Emap）两个董事的离职／158

董事的薪酬／161
相互关联／163
时间与金钱／163
危机中董事所扮演的角色／165
“独立”的外部董事／166
◆西尔斯公司（Sears）／168
◆康柏计算机公司（Compaq Computers）／169
董事的选举／170
秘密投票／171
交错性董事会／171
接管时代对董事会角色的影响／172
◆超联盟公司（Trans Union）／173
受托标准与特拉华州因素／173
◆乌诺考尔公司和雷弗朗公司／174
绿票讹诈／175
“毒丸”防御／175
董事会如何应对／175
其他反接管措施／177
未来发展的建议／178
提高董事报酬／179
加强独立董事的权力／179
“独立董事市场”／181
“指派董事”／182
“只投反对票”／182
审计委员会／183
经理例会／183
董事会评估／183
继任计划和战略计划／184
利普顿／洛施的“适度建议”／184
◆康柏和所罗门公司（Salmon Inc.）／185
股东介入／185
使董事真正“独立”／185
第4章　公司管理层：绩效引言／191
我们需要什么样的首席执行官？／192
◆美国电报电话公司和NCR公司／193
“恐龙”／193
◆Exxon、AT T和通用电气／195
经理报酬／197
股票期权制／200
◆Borden公司／201
限制性股票／202
股东关注的几种报酬分配方式／202
“保证红利”——根本是矛盾的语言／202
捆绑式提案／202

故意装傻／202
圣诞树／203
只升不降的报酬计划／203
假意削减／203
未来的方向／203
首席执行官的任职合同／204
依据／205
总数攀升／205
变更控股权／206
先付一半，余款后达／206
雇员：报酬与所有权／206
员工持股计划／210
◆工作岗位的临时员工／211
◆联合航空公司和员工所有权／211
◆Mondragón和“合作型企业家精神”或“非竞争的合作”／212
Mondragón与对称：员工、所有者和管理者的集合／212
结束语／217
全球公司／221
公司的辉煌／221
第5章　国际治理公司治理走向全球／221
对资本的需求／222
全球投资者／222
准则的辉煌／223
投资者的立场／224
通用准则／224
亚洲金融危机、世界银行和新兴市场的治理／229
世界银行和西方七国G7的反应／230
◆新兴市场的制度改革／230
全球公司治理论坛／232
◆印度的公司治理／233
发达国家／234
日本／234
日本的公司治理：牛津分析报告／235
◆Ripplewood控股公司／239
◆日本的公司治理改革／241
日本的公司治理论坛／241
德国／243
德国的公司治理：牛津分析报告／243
变化的迹象／249
德国的公司治理准则／249
◆对德国公司治理准则的评述／250
◆冶金公司（Metallgesellschaft）Holzmann公司／251
地震／251
未来更美好？／254

◆戴姆勒-克莱斯勒和全球化的危险／254
◆SAP公司笨拙的期权／256
法国公司的所有权／256
法国／256
管理层和董事会：非国有企业／257
威隆（Vi é not）第1卷和第2卷／258
◆Rh？ne Poulenc／259
◆Eramet公司／260
趋同吗？／261
第6章　案例研究：处于危机之中的公司通用汽车（GM）／263
通用汽车与皮埃尔·杜邦／263
通用汽车：出什么错了？／266
通用汽车和皮诺特／285
皮诺特之后的通用公司：史密斯和斯特普尔／290
通用汽车公司：后记／296
美国运通信用卡／301
时代华纳／312
多角化战略：零售业的宿命／322
西尔斯·瑞布克公司（Sears,Roebucks　Company）／322
西尔斯公司：后续报道／331
阿曼德·哈默和西方石油公司／332
宝丽来公司（Polaroid）／335
宝丽来的ESOP：特拉华州参与裁决／337
CHH百货公司（CARTER荷利HALE）／344
敌意收购／345
重组以后／351
伊士曼·柯达公司（Eastman Kodak）／353
韦斯特管理公司（Waste Management Corp）／356
黄金变垃圾／358
透镜公司（Lens）和索罗斯（Soros）／359
索罗斯的影响／362
重组／363
哪里出了错？／371
问题是怎样解决的？／372
韦斯特管理公司：后话／373
SW公司：建造美国的公司／375
SW公司（Stone　Webster）／375
英国的股东行动主义／386
明镜集团（Mirror Group）／386
附录：发展中国家和新兴市场公司治理指引和最佳实践准则概述／390
概述／391
公司目标／391
董事会的责任和岗位描述／392
董事会的构成／393

董事会委员会／395
披露问题／396
总结／396
封底