

JINGLIREN
KONGZHIQUAN
SHOUYIYANJIU

经理人 控制权收益研究

——战略并购中的经理人控制权收益及其损失补偿

聂祖荣 © 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

JINGLI REN
KONGZHIQUAN
SHOUYIYANJIU

经理人

控制权收益研究

——战略并购中的经理人控制权收益及其损失补偿

聂祖荣 © 著

经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

经理人控制权收益研究：战略并购中的经理人控制权收益及其损失补偿/聂祖荣著. —北京：经济管理出版社，2004

ISBN 7-80207-081-3

I. 经... II. 聂... III. 国有企业—企业合并—研究—中国 IV. F279.241

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 113518 号

出版发行：经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝8号中雅大厦11层

电话：(010)51915602 邮编：100038

印刷：北京忠信诚胶印厂

经销：新华书店

策划编辑：谭 伟

责任编辑：郭丽娟

技术编辑：晓 成

责任校对：平 实

787mm×960mm/16

17.25 印张 233 千字

2005年1月第1版

2005年1月第1次印刷

印数：1 3000册

定价：29.00元

书号：ISBN 7-80207-081-3/F·74

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部

负责调换。联系地址：北京阜外月坛北小街2号

电话：(010) 68022974

邮编：100836

序 言

2002年，中国正式加入世界贸易组织（WTO），中国经济与世界经济全面接轨。经济全球化的结果，必然导致市场竞争的进一步加剧。面对实力强大的国外企业的竞争，中国企业应走出“小生产观念”的阴影，实行有效的战略并购以提高核心竞争能力，组建联合舰队或航空母舰式的企业，这是加入世贸组织后对抗国外对手竞争的有效手段。

战略并购的实施，为企业打赢这场没有硝烟的战争具有重要作用。正因为如此，并购重组的浪潮席卷了全世界。企业并购重组的实践和理论始于19世纪末20世纪初的西方国家，正是由于企业的并购重组使得资本更具有流动性和增值性。美国并购重组的实践证明，美国经济增长与并购重组呈现出极强的正相关关系。从19世纪末到20世纪末的100余年间，美国发生了五次大的并购重组浪潮，并且每次浪潮中均有其特点。

虽然有关并购重组的理论和实践已经有近百年的历史，但是在我国尚处于初级阶段，具有一定影响和规模的并购重组只是近3~5年的事情。早在20世纪80年代中期，我国就出现了大量的企业兼并事件，但那些大多是为了适应改革与发展的新形势而进行的行政性兼并，因而并不是真正市场经济意义下的公司并购。从1993年深宝安收购延中事件开始，资产重组事件风起云涌，各种并购形式层出不穷，掀起了国内并购重组的热潮。近几年形成的上市公司资产重组，无疑是现阶段我国证券市场的一大特征。

截至2003年12月底,中国境内上市公司达到1287家,总市值为4.2457万亿元,流通市值为1.3178万亿元,已经成为亚洲第三大证券市场。和20世纪90年代初的寥寥几家上市公司相比,此可谓发展飞速。上述规模的快速扩张主要是靠大量新股上市来实现的。在此过程中,股权割裂、一股独大、治理结构不完善、资源配置不合理等深层次矛盾并没有获得根本的解决。

公司并购本身是证券市场发展到了定阶段的必然产物,并购重组是市场经济条件下优化资源配置的重要形式,也是资本市场的永恒主题。在资本市场相对发达的国家,各种各样的并购重组几乎都是借助资本市场完成的,这是因为资本市场的股权转让为并购重组的完成提供了极为方便的条件。回顾上市公司这些年来并购重组的探索与实践,通过企业间的并购和重组,企业自身成为交易对象,证券市场成为公司并购重组的重要环节,反映了市场经济改革的进一步深化,它对建立现代企业制度,推进国企改革,促进证券市场的规范化进程,建立和完善社会主义市场经济体制,具有重大意义。

加入世界贸易组织后,中国证券市场面临和国际市场接轨的重任,首发上市推动证券市场规模扩张的作用逐步减弱,需要通过并购重组来优化资本市场的股权结构和产业结构,提高证券市场的配置效率。2000年以后,我国通过并购重组实现上市和主业变更的公司数量近几年均超过首发上市家数的两倍,成为资本市场优化资源配置的首要途径。从2000年到2003年,并购重组的上市公司数量分别为154家、220家、169家、176家。由于实质性的并购重组对上市公司做优做强发挥着至关重要的作用,因而获得了监管层的高度重视和积极鼓励,并购重组模式的创新将在今后几年内成为持续的热点。

但不可否认的是,我们的证券市场发展只有十余年的历史,与国外成熟市场相比还尚显稚嫩。同时,我国的证券市场产生于计划体制向市场经济转轨的过程中,不论从思想上还是体制上,我们的经济活动还受根深蒂固的计划经济框架的影响。这些决定了我们不能简单照

搬西方的有关理论，而是根据中国的具体实际情况，借鉴国外的先进理论和方法来指导中国企业重组和并购的具体实践。如何根据中国的资本市场实际状况，更多地遵照市场经济的规律而不是依赖于行政命令和计划手段来大力开展和推动中国企业的并购和重组活动，对此进行研究是十分重要和十分必要的。

幸运的是中国有一批专家和学者站在并购重组研究和实践的前沿，并在实践中取得了一定的成绩。我很高兴看到聂祖荣先生的专著《经理人控制权收益研究——战略并购中的经理人控制权收益及其损失补偿》的出版。作为国内知名的证券行业资深研究员，聂先生在企业并购方面做了大量的工作，并在理论和实践中探索出许多成功的案例。他的这部专著以并购重组中的经理人控制权收益补偿问题为切入点，对中国上市公司，尤其是国有企业的并购重组活动的动因、障碍、经理人控制权收益构成和对并购的影响，从理论和实证两方面进行了翔实的分析，探索了对我国企业经理人控制权收益损失进行补偿的合理性和可行性，并有针对性地提出了对经理人控制权收益补偿的措施，具有很强的现实意义。同时，这部专著从对战略并购概念的界定、支撑应对经理人控制权收益补偿的三种企业形态假说，到我国企业经理人控制权收益的划分、对经理人控制权收益的合理性和可行性的论证以及所提出的一系列补偿方式和途径，在相应领域中都表现出较大的理论创新。

刘鸿儒

目 录

1 绪论	(1)
1.1 战略并购中经理人控制权收益及其损失补偿研究的 目的和意义	(1)
1.2 国内外同类课题研究状况的简要回顾	(2)
1.3 研究的基本前提	(5)
1.4 研究中的难点和创新	(7)
1.5 本书的研究方法和结构安排	(16)
2 我国公司战略并购及其障碍	(19)
2.1 并购和战略并购的含义	(19)
(一) 并购的概念	(19)
(二) 战略并购的含义	(21)
2.2 我国上市公司并购的回顾与评价	(21)
(一) 中国上市公司并购重组情况回顾与总结	(22)
(二) 控股权转让的方式	(25)
(三) 并购的角色分析(以 2001 年案例为样本)	(29)
(四) 并购的特点	(32)
(五) 我国并购法律制度建设的发展轨迹	(37)
2.3 我国企业战略并购的障碍及其解决途径	(44)
(一) 我国需要战略并购	(44)
(二) 我国企业战略并购的障碍	(48)
(三) 建立经理人控制权损失的补偿机制	(49)

3 我国国有企业的控制权收益及其特点	(53)
3.1 企业控制权的内外部机制	(53)
(一)控制权内部机制	(53)
(二)控制权外部机制	(55)
3.2 控制权收益的构成	(56)
3.3 我国国有企业改革与公司治理结构	(60)
(一)国企改革理论发展的三个阶段	(60)
(二)我国国企产权改革与公司治理结构	(66)
3.4 国有企业控制权收益的特殊性	(76)
3.5 我国企业控制权收益的效应分析	(80)
(一)我国转轨体制下控制权收益的积极作用	(80)
(二)我国转轨体制下控制权收益的负面作用	(82)
4 控制权收益的实证研究	(87)
4.1 西方国家控制权收益的结构和数量	(87)
(一)显性控制权收益	(87)
(二)隐性控制权收益	(90)
(三)控制权收益同高管职责的关系	(92)
4.2 我国国有企业的控制权收益的结构和数量	(94)
(一)经理人控制权收益几乎为零的时代	(94)
(二)“所有者缺位”的时代	(95)
(三)当前国有企业经理人控制权收益的结构和数量	(96)
(四)经理人的“自我补偿”行为	(97)
4.3 我国上市公司的控制权收益	(100)
(一)上市公司的显性控制权收益分析	(100)
(二)上市公司的隐性控制权收益分析	(102)
(三)并购前后控制权收益的变化	(105)
4.4 我国控制权收益的显性化趋势	(107)

(一)我国企业隐性控制权收益超过了显性控制权 收益·····	(107)
(二)控制权收益显性化乃大势所趋·····	(109)
5 人力资本产权理论与国企经理人历史贡献的控制权 损失补偿·····	(113)
5.1 现代企业理论的有关论述·····	(113)
(一)企业存在的合理性·····	(114)
(二)企业的组织结构·····	(119)
(三)组织行为理论·····	(120)
(四)人力资本产权·····	(123)
5.2 人力资本分享剩余索取权·····	(125)
(一)企业的构成要素·····	(125)
(二)古典形态企业、现代形态企业和知识形态企业的 划分·····	(126)
(三)三种形态的进一步说明·····	(131)
5.3 剩余索取权分享的差异性·····	(132)
(一)不同类型的劳动对企业剩余的分享程度不同·····	(132)
(二)同行业不同类型企业的劳动对企业剩余索取权 分享程度不同·····	(134)
(三)不同行业的企业中劳动对企业剩余分享程度 不同·····	(135)
(四)劳动资本化和社会化程度与企业剩余分享·····	(135)
5.4 对我国国企经理人历史贡献的补偿·····	(136)
(一)国企经理人历史贡献与控制权回报存在差异·····	(136)
(二)国企经理人面对控制权损失的选择策略·····	(137)
(三)补偿的资金来源和补偿方式·····	(138)
(四)更深层次的问题·····	(141)

6 战略并购协同效应与国企经理人未来控制权收益	
损失补偿	(143)
6.1 对并购动机的一般理论解释	(143)
(一) 企业价值低估理论	(144)
(二) 代理问题的终极解决手段假说	(145)
6.2 战略并购协同效应的经济范围	(147)
6.3 战略并购价值增量的来源	(149)
(一) 管理协同效应	(150)
(二) 经营协同效应	(151)
(三) 多角化协同效应	(152)
(四) 财务和税负协同效应	(154)
(五) 无形资产协同效应	(155)
6.4 战略并购期望协同效应的计量	(157)
(一) 无协同效应的财务并购决策模型	(158)
(二) 产生协同效应的战略并购决策	(161)
6.5 战略并购事后协同效应的检验——以我国上市	
公司战略并购为例	(164)
(一) 关于并购绩效实证研究的文献回顾	(164)
(二) 假设和研究方法	(166)
(三) 样本、指标和数据来源	(167)
(四) 模型构造	(171)
(五) 实证结果	(172)
(六) 结论	(173)
6.6 对经理人未来控制权损失的补偿	(174)
(一) 国外对未来控制权损失补偿的做法	(174)
(二) 我国上市公司对未来控制权损失的做法	(175)
(三) 补偿的资金来源及补偿方式	(176)

7 我国经理人控制权收益的补偿方式	(177)
7.1 补偿方式之一:“金降落伞”计划	(177)
(一)西方企业的“金降落伞”计划	(177)
(二)合理赎买价格的确定	(183)
(三)我国实行“金降落伞”计划的障碍和对策	(185)
7.2 补偿方式之二:剩余分享计划	(189)
(一)西方企业分享制计划简介及借鉴	(189)
(二)实施经理人分享制的理论基础	(193)
(三)我国经理人分享制的实现方式	(196)
(四)经理人合理分享比例的确定	(199)
7.3 补偿方式之三:管理层收购	(203)
(一)管理层收购的补偿问题	(203)
(二)我国推行公司管理层收购的障碍	(204)
(三)我国实施管理层收购的操作方式	(207)
8 战略并购与企业核心竞争力的塑造	(211)
8.1 企业的核心竞争力的内涵	(211)
8.2 培育和提升我国企业核心竞争力的战略思考	(216)
(一)为什么要提升我国企业的核心竞争力	(216)
(二)我国企业缺乏核心竞争力	(216)
(三)培育我国企业核心竞争力的基础和前提	(217)
8.3 通过并购重组培育企业的核心竞争力	(218)
(一)企业获得核心竞争力的两种方式	(218)
(二)核心竞争力已经成为并购活动的动力源泉	(219)
(三)通过并购重组来打造企业的核心竞争力	(222)
(四)案例分析:思科公司以并购战略提升核心 竞争力	(223)

附录:国内经典并购案例	(227)
案例一:海尔集团的并购实例	(227)
案例二:TCL——合并式整体上市	(240)
案例三:武钢股份的反向收购式整体上市	(247)
注释.....	(253)
后记.....	(265)

1 绪 论

1.1 战略并购中经理人控制权 收益及其损失补偿研究的 目的和意义

我国的产业投资分散，重复建设和规模不经济同时存在，因而我国的企业迫切需要实行大规模、大范围的产业重组和并购。我国证券市场上的 1000 多家上市公司作为我国众多企业中的“精英”，也面临着同样的问题，必须实施以提高企业核心竞争力为目标战略并购重组。然而，我国企业战略并购遇到了来自原经理人^①的强烈抵抗，战略并购可能因此半途而废。究其原因，正是企业被并购后，原经理人失去了控制权，其本应获得的控制权收益就会付诸东流。理论上，企业收益可以分为控制权收益和剩余索取权收益，分别由经理人和所有者享有。

在我国，由于计划经济在较长时期占据主导地位，经理人的地位往往通过一纸公文任命取得，经理人普遍没有股权，其利益集中体现

^① 本文所指“经理人”本意是指“职业经理人”，日前主要指公司董事会成员、总经理、副总经理、财务总监、总工程师、董事会秘书等高级管理人员。

在对公司的控制权收益上，然而控制权收益受到长期的抑制而没有得到充分的体现，因此，常常看到国有企业存在比较普遍的“59岁现象”。表现在并购活动中，就是被并购企业原经理人对并购的坚决抵制，有的将优质资产转移或变卖，有的唆使员工驱逐新董事会成员，使接管工作无法顺利进行。其实质，就是企业一旦被接管，原经理人就失去了以前赖以获得控制权收益的基础，除了货币上的损失，还会有精神上的挫折。经理人出于维护自身控制权收益的目的而极力阻碍战略并购的发生，构成了我国国有企业战略并购的最大障碍。因此，必须结合中国国情研究控制权收益及其补偿问题，通过各种制度和方法的创新来弥补经理人阶层的控制权损失，消除经理人对战略并购的阻碍，这既有利于企业核心竞争力的形成和提升，又有利于我国产业结构的优化和升级。

1.2 国内外同类课题研究 状况的简要回顾

19世纪末20世纪初，股份公司迅速发展，并最终成为占统治地位的企业组织形式。股份公司的兴起，使企业的所有权和管理权分离，从而出现了职业经理人。在股份公司，股东不参与公司的经营管理，只凭借所有权行使重大决定、资产受益和选择经营者的权利，而资本的实际控制权掌握在股东会选举出来的董事会以及董事会聘任的经理人手中，由他们去负责经营决策和日常经营管理。这种分离有利于公司经营决策的专业性和经营管理的连续性，从而提高经营效率。但公司内部存在权益配置上的分歧或矛盾。

法玛和詹森认为，伴随经济集中引致的企业规模扩大，以及股份的不断分散化，几乎看不到强有力的股份所有者，即出现“经营者支配”的状况^[1]。在现代公司中，“控制权已相当程度脱离所有权。取

而代之以的所有者却是对公司毫不关心，仅关心自己短期利害得失的多数“不露面”的投机者。经营者则成为股份公司的支配者。他们认为，与股份公司发展相伴的“所有与经营的分离”，促进了与股东相对的经营者的独立化，股份的不断分散化，使经营者任意行动的余地越来越大。他们就有可能牺牲股东的利益，而追求自己的利益。

从法律意义上讲，谁投资谁收益，这是长期以来市场运行的基本教义。如果人力资本算作投资的话，管理者参与要素分配就理所当然了。因此，控制权收益实质上是人力资本的回报。然而，实践中管理者不是参与要素分配，而是通过其他多种方式参与企业成果分配，如股票期权激励、承包奖励等。这样实际上形成了管理者的收益权。管理者的收益在财务处理上，可能优于所有者的分配。为什么在企业遭遇敌意收购时，管理者反应最快、最积极？因为一旦敌意收购成功，原班经理人就会失去对企业的控制权，也就失去了收益权。而对原股东来说，其收益权体现为对企业的“剩余索取权”。因此，反收购的实质是维护原班经理人的控制权收益。

西方企业经理人的控制权收益主要包括年薪、奖金和股票。在美国，经理人的控制权收益由三个部分组成：基本工资、奖金和长期奖励。奖金通常以利润为基准，而长期奖励多为股票期权形式^[2]。年薪是主要报酬部分。奖金是与经营绩效挂钩的报酬形式，具有一定的浮动性。股票是又一种奖励报酬，是国外公司常用的激励形式。用股票作为奖励，一方面给经理人一种稳定收入来源；另一方面又使经理人的经营业绩与自身股权收益相挂钩，促使经理人兢兢业业经营企业。另外还有一种股票期权激励，它允许经理人在一定期限内（如3~5年）以当前市场价购买一定数额的股票。如果在此期限内，公司经营良好，发展迅速，股价上升，那么这种购买权就有极高的含金量；反之，在此期限内公司经营不善，股价下跌，这种期权就一文不值。显然，这种报酬形式在于激励经理人注重公司长期绩效，将精力集中到与公司长期发展有关的问题上来，避免短期行为。近年来西方国家企

业经理人的待遇构成比重由工资向长期奖励倾斜,以抑制经营中的急功近利行为。当并购发生时,目标企业的经理人通常会失去控制权,因此,他们往往在其公司章程中规定了公司遭受敌意收购时对经理人的补偿条款。

根据西方经济学的生产要素理论,生产要素包括土地、资本、劳动力以及企业家才能,即作为职业经理人的企业管理者应当参与企业成果分配。西方学者提出了“人力资本投资理论”^[3]。此理论认为,经理与职工的体力、智力等都是资产,是他们通过长期投资(如通过学习专业知识,进行管理实践和创造良好管理业绩)所积累起来的一笔资产。一个人到企业工作,就是向企业提供这种资产,进行人力资本投资。普雷斯科特和费希尔认为,按照投资所有权与利润的关系,经理人员以及职工的这种人力资本投资理应享有收益权^[4]。

管理者分享利润的形式可以是高薪、奖金等,但除了股票以外,经理并不能因此就获得企业财产的一部分所有权,即使是赠送了股票,实际上也是与经理的贡献有关,或是由经理的薪金预购的。有学者提出了利润分享型企业的观点。阿尔钦和德姆塞茨在他们的经典性论文《生产、信息费用与经济组织》中指出^[5]:“在等额利润分享制下,偷懒的激励与团队的最优规模正相关。”“如果所有的团队成员依赖于对利润的分享,则集中的监督者偷懒的增加所导致的损失将超过对其他团队成员不偷懒的激励增加所导致的产出所得。”他们认为,利润分享制一般只适用于小企业,而对大企业则不适宜。国外学者对控制权收益与公司绩效的实证分析表明,在公众公司提高控制权收益并不能有效提高企业绩效^[6]。

进入 20 世纪 90 年代以后,知识经济被广泛认同,企业家才能作为生产要素在西方理论界得到进一步的确定。在我国,江泽民同志在 2001 年“七一”讲话上提出,经济理论研究要重新认识劳动力价值论,引发了我国对劳动价值论(人力资本产权)的大讨论。新的理论趋势是承认人力资本投入的合理性^[7],这为本书研究对经理人历史贡

献的补偿问题提供了理论基础。

我国国有企业经理人是非市场化的产物，其控制权收益具有特殊性。实证研究表明，我国国有企业的经理人普遍没有获得足够的人力资源回报，即国企经理人普遍存在控制权收益不足的情形。当战略并购发生时，如果没有设计对经理人历史积累和未来损失的补偿方案，必然遭到经理人的抵抗。由于我国国企控制权收益与国有资产流失的敏感话题密切相关，我国理论界对国企控制权收益的讨论“犹抱琵琶半遮面”。张维迎博士认为^[8]，在我国计划经济体制下，国企经理人的控制权损失具有不可补偿性，但不排除政府将目标企业的经理人调至另一企业继续任职或到政府任职的补偿可能性。但本书认为，调任只能补偿经理人的未来损失，无法补偿经理人的历史形成的控制权损失。本书对国有企业控制权收益及其损失的补偿进行了大胆的探索。

1.3 研究的基本前提

前提之一：并购势在必行。自1993年“宝延事件”和“中策现象”发生以来，并购事件接连出现，以至于到今天已成为一股不可遏止的浪潮。珠海恒通收购上海棱光国有股，深圳君安协议接管万科，福特汽车参股赣江菱，五十菱和伊藤忠参股北旅，华润创业并购北京华远，仪征化纤并购佛山化纤，以及法国圣戈班参股福建耀华等并购事件，经媒体的宣传，已成为金融界和企业界街谈巷议、津津乐道的话题。还有数量大得多的、我们并不知道并购事件在默默地发生。从并购中，投资银行和证券公司看到了商业机会；生产企业看到了融资渠道；政府部门看到了国有企业改革的希望；股民看到了股市的生机；经济学家看到了产权交易的实践；法学家兼律师既看到了法律问题，又看到了新的业务领域；跨国公司则看到了进军中国市场的通