

中国企业家价值报告(2003)

White Paper on Chinese Entrepreneur Value(2003)



上海荣正投资咨询有限公司 著

上海證券報

总 策 划

百 家 出 版 社

中国企业家价值报告(2003)

White Paper on Chinese Entrepreneur Value(2003)



上海荣正投资咨询有限公司 著

江苏工业学院图书馆
藏书章

上海證券報 总 策 划

百 家 出 版 社

图书在版编目(CIP)数据

中国企业家价值报告. 2003/ 上海荣正投资咨询有限
公司著. —上海: 百家出版社, 2003. 6

(中国证券书库)

ISBN 7-80656-918-9

I. 中... II. 上... III. ①企业家-生平事迹-中
国②上市公司-分析-中国-2003 IV. ①K825.38②
F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 038205 号

责任编辑 赵 毅

特约编辑 邱家和

装帧设计 阎玉华

中国企业家价值报告(2003 年)

上海荣正投资咨询有限公司 著

百家出版社出版发行

上海天钥桥路 180 弄 2 号 邮编: 200030

全国新华书店经销 上海松江新桥新生印刷厂印刷

787×1092 毫米 1/16 印张 19 字数 450 千字

2003 年 6 月第 1 版 2003 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 7-80656-918-9/F·98

定价: 100.00 元

代 序

人力资本与资本市场

编者按:人力资本与资本市场是股权激励研究中的两个关键词。著名经济学家、北京大学中国经济研究中心教授周其仁博士是这两个领域理论研究和实践操作的权威人士,周教授曾应荣正咨询之邀请于2000年12月在《上海证券报》与荣正咨询于北京友谊宾馆联合主办的“第二届中国企业经营者持股高峰论坛”上发表主旨演讲:《没有委托人的代理人》。经周其仁教授同意,荣正咨询特精选其关于人力资本与资本市场的两篇精彩论述收入《中国企业家价值报告(2003)》作为代序,借与读者共勉,特此说明。

第一部分:论人力资本的产权特征

人力资本理论,像不少读者知道的那样,是将经济学关于“资本”的理论,推广到对“人力资源”的分析上来。一些经济学的先驱们,探究经济总产出的增长何以比要素投入增长更快的原因,发现健康、教育、培训和更有效的经济核算能力等等,是现代收入增长的日益重要的源泉。这个认识一般化后,人力资本经济学家就把人的健康、体力、生产技能和生产知识等等看成是一种资本存量,即构成未来收入增长的一个源泉。

“资本”的产权特性,如同其他“物”的产权特性一样,许多人认为是清楚的。事实上,大家讲产权,好像不言而喻地都是在讨论“物(property)”:产品、货币和其他财货。讲到“资本”,不外机器、设备、厂房、场地、可周转的钱、道路、桥梁等等。所谓资本的产权,当然就是这些可以投到生产过程生利的“物品”的那一束权利,也就是资本品的使用权、收益权和让渡权。

人力资本的产权问题就不同了。首先是“人力资本究竟有没有产权”?这个问题的困难,说来有趣,首先不在于难找好的答案,而在于问题本身很难明明白白地提出来!权利问题总是和“排他性的归属”连在一起的。经济学家定义的人力资本,包括人的健康、容貌、体力、干劲、技能、知识、才能和其他一切有经济含义的精神能量,天然归属于自然的个人。人力资本的每一个要素,都无法独立于个人。这同任何“物”的资本不同。机器可以搬来搬去,厂房可以东拆西建,货币资本更能无腿而行天下。道路铺在地面,桥梁架在河上,但道路并不天然附属地面,正如桥梁并不附属河流。因此,当我们试着问“人力资本的产权”时,我们

究竟是在问,“人力资本的归属”,还是在问“人的归属”呢?人力资本不可分地归属于人,天然如此,何问之有?至于人的归属,除了可以蓄奴的社会,哪里有人会往“这个人归谁所有”这样愚蠢的方向去思考问题呢?问题提不出来,答案就连“非婚生子”的地位都不会有了。所以绝大多数的人力资本文献,要么讨论人力资本的经济含义,要么测度其对经济增长的影响,都不讨论“人力资本的产权”问题。运用人力资本理论劲头十足的学者,同时又对产权问题有兴趣的,寥若晨星。

首先碰到人力的产权问题的,正是研究奴隶制的经济学家。1977年,巴泽尔(Barzel)在美国《法律和经济学报》上发表的论文,提出奴隶经济中的一个有趣的问题。在奴隶制下,奴隶在法权上属于奴隶主,是其主人财产的一部分。因此奴隶主可以全权支配奴隶的劳动并拿走全部产出。但是,为什么在历史上有一部分奴隶不但积累了自己的私人财产,而且最后居然还“买”下了自己,从而成为自由民呢?巴泽尔发现,奴隶是一种“主动的财产”(full-fledged property),不但会跑,而且事实上控制着他自己的劳动努力的供给。奴隶主固然“有权”强制奴隶劳动,但由于奴隶的“主动财产”的特点,奴隶主要强制地调度奴隶的体力和劳动努力,即使支付极其高昂的“监控(supervision)和管制(policing)的成本”,也不能尽如其意。为了节约奴隶制的运转费用,一部分奴隶主不但只好善待奴隶,而且只好实行定额制(quota),允许奴隶将超额部分归己,于是一些能干的奴隶因此拥有“自己的”私产,直到积累起足够的私家财富,最后有钱“赎买”自由身份。

这位巴泽尔,是张五常教授当年在华盛顿大学的同事。据张五常在1984年的回忆,他在巴泽尔提出“主动财产”概念时,曾经将自己以前因为想不起这个特征,所以未能解释奴隶解放的经济原因的体会告诉了他。现在有了“主动资产”这个概念,张五常就做了一番精彩的发挥:

“劳力和知识都是资产。每个人都有头脑,会作自行选择,自作决定。我要指出的重要特征,是会作选择的人与这些资产在生理上合并在一身,由同一的神经中枢控制,不可分离。”“跟这些资产混在一身的人可以发奋图强,自食其力,自加发展或运用,也可以不听使唤,或反命令而行,或甚至宁死不从。”(张五常,《卖桔者言》,第181页)。

上文提到人力资本与人不可分开的特点,由此而来。

但是,“产权大师”张五常教授,这次却并没有从“人力资本的产权”角度来提问题,他没有进一步问,“既然人力资本不可分地与人合为一身,那么人力资本的产权形式有什么特点”?没有问,就不会有答。于是在解释某些现象时,未免有所不逮。这一点,在他与诺贝尔经济学奖得主、人力资本理论创始人舒尔茨的一个意见分歧中可以看出。1982年,张五常曾写有一本关于中国前途的小册子,书中有一个判断,即人力和知识在当时的中国并非私产,而非私产的人力和知识会影响其经济利用。舒尔茨读罢,写信批评:“人力在中国就不是私产吗?”张五常回应,舒尔茨怎可以认为人力资产——这包括知识——在中国是私有的财产呢?“他(指舒氏)曾到中国讲学,怎会连中国人民没有自由选择工作或没有自由转让工作

的权利也不知道?私有产权的定义,是包括自由转让、自由选择合约的权利。在人力及知识的资产上,这些权利在中国是没有的。所以这些资产在中国不能算是私产”(引文同上,第173页)。

张五常的这一点反驳大有道理。只是他也许没有意识到,他的这个论据与上引“人力资本与人天然合为一身的特征”之间,存在着逻辑不一致。试想,如果人力资源天然与人本身合而为一,那么人力资源在法权上只能归属私人,除非法律保护蓄奴制,可以将人为奴。这一点,一位新劳动力经济学的代表人物罗森(Rosen)作过说明,他指出,人力资本的“所有权限于体现它的人”。但是罗森在解释人力资本只能属于个人的产权特性时,用了一个限制条件——“在自由社会里”。他的意思是,只有在不允许将人为奴的法律条件下,人力资本属于个人才是真实的。但是读了巴泽尔关于奴隶经济的研究后,我们可以认为,即使撤去“自由社会”这一限制条件,即便是在蓄奴合法的制度下,由于人力资源的独特性,人力资源也还是在事实上只能归属于私人。你看,人力资本作为一种天然的个人私产,甚至奴隶制的法权结构都无法在事实上无视其存在。这就是说,人力资本的资源特性使之没有办法不是私产,至少,没有办法不是事实上的私产!

回到舒、张两位的分歧。要论熟悉中国的情形,舒尔茨一定不如张五常。但舒尔茨可能是按照逻辑“猜”的。试想,人力资本各种要素天然附属于人,“强制运用”人力资本的体制费用高得难以想象,这样的资产自然非私产不可用。这是“人情”所系,与国情无关,所以放之四海而皆准。舒尔茨到底是人力资本理论的创始人,对人力资本的各种形态的研究下过更多的功夫。他平时似乎少用“产权分析”,但遇到与人力资本有关的产权问题,他一“猜”就猜个准:人力资源在中国也是私产。

不过,张五常的实际观察又怎么可以忽视?在计划制度下,中国人确实没有自由选择工作或没有自由转让工作的权利。城里人工作靠分配,乡下人不准随便进城;体力劳动、做不到多劳多得;技能技术专长和生产知识都不特别值钱;发明没有专利,创新不受法律保护;企业家才能更是免谈,谁“发现市场”,谁就是“走资本主义”,等等。人力资源的各种要素、各种表现,统统不得自由交易,也因此没有市价。人力资本的因素固然“附着”在人的身上,但是就是不允许人拿他的人力要素来交易,来自由选择利用这些要素的合约。这哪里能叫私产?产权者,“一种通过社会强制而体现的对某种经济物品的多种用途进行选择的权利”(阿尔钦语)也。现在私人选择利用其人力资本的权利不充分自由,张五常教授就一路推理下来,纳闷舒尔茨怎么还能把这样的制度约束下的人力和知识,仍然看作“私产”呢?

舒氏有理,张氏亦有理。我等后辈,如何是好?一般而言,同非人力资产一样,如果限制市场自由成交,当然会导致人力资本的产权出现在德姆塞兹意义上的“残缺”,也就是在完整的人力资本的利用、合约选择、收益和转让等等的权利中,有一部分权利被限制或删除。产权“残缺”严重到一定地步,私产有其名无其实,一纸法权空文,毫无经济意义。这个道理不错,但是,有一个问题应该进一步问:当产权残缺发生时,人力资本的反应方式与非人力资本

的“反应”(如果它能反应的话)是一样的吗?

不一样!人力资本是“主动资产”,天然属于个人,并且只能由其天然的所有人控制着这种资产的启动、开发和利用。因此,当人力资本产权束的一部分(或全部)被限制或删除时,产权的主人可以将相应的人力资本“关闭”起来,以至于这种资产似乎从来就不存在。人不高兴的时候,纵然是国色天香也可以“花容失色”的。普通资质的,给你一个“门难进,脸难看”,那就是负值的资产了。体力资源呢,也难办得很。最简单的劳动——种地,只字不识的农民要是不乐意干,你天大的神仙也拿他没辙:他可以“出工不出力”,可以“糊弄洋鬼子”,谁能把他怎么着?技能、专长和生产知识,这些要素就更麻烦一点,因为无形无影,你就是有绝对权威发威风,也不知从何下单。天南地北,有一绝技在手者,只须一句“你干一个我瞧瞧”,任你再厉害的主,也只有吃瘪的份。“知识分子”,单单这个笼统的字眼就令无数英雄累弯了腰。你看他“四体不勤,五谷不分”,而且大多“手无缚鸡之力”,就是读了一点书,那个难办哟。你算他资产阶级、小资产阶级,他难办;算无产阶级,好像更难办。一棍子打下去,绝大多数知识分子倒可以“夹起尾巴做人”,不过要他们创造、发明、供给有创意的思维产品,可就难矣已。其中共同的道理,就是人力资源的“主动资产”特性,使这种资本拥有反制“产权残缺”的特别武器。

更特别的是,这部分被限制和删除的人力资本的产权,根本无法被集中到其他主体的手里而作同样的开发利用。一块被没收的土地,可以立即转移到新主人手里而保持同样的面积和土壤肥力。一座厂房和一堆设备,也可以没收后投入另一个生产过程而保持同样的价值和效率。一捆“没有臭味”的货币,谁用都值那么多钱。但是一个被“没收”的人,即便交到奴隶主手里,他还可能不听使唤、“又懒又笨”,甚至如张五常教授所说,宁死不从。换言之,人力资本是一种可能因为“产权残缺”而立即自动贬值的特别资产。人力资本及其所有者用来反制产权残缺和残缺产权的转移的基本机制,就是“主动”使这种资产的经济利用价值一落千丈,甚至瞬时为零。

由于这个特别机制,人力资本的产权私有性在各个制度结构里都不可能被取消。即使在设想中的社会主义社会,一切生产资料(即所有非人力资本)都归了公,人力资产仍然归个人所有,也就是私有。把这一点阐述清楚,不是别的什么“资产阶级经济学家”,而正是马克思。在《哥达纲领批判》这部被叫做“成熟的马克思主义著作”的小书里,马克思讲到在他理想的社会主义社会里,还要默认“劳动者不同等的个人天赋,从而不同等的工作能力,是天然特权”,还必须保留按照劳动者实际提供的劳动来分配消费资料的“资产阶级法权”。虽然这个构想,现在看来还是没有办法实现(因为一切生产资料归了公,消灭了商品生产以后,要拿“劳动小时”来计量每个人的不同劳动贡献,除了在一个非常小又非常简单的“社会”里,根本不可操作)。但是马克思的这个“思想实验”,对我们思考人力资本问题还是有意义的。它说明,即使把非人力资本的公有化程度推演到不可实际操作的高度,人力资本的私有性还是挥之不去!改革前的中国计划经济,怎么也消灭不了商品货币,要“共”人力资本的“产”,哪里

能做到！

人力资本这个东西还有一个特性,就是千方百计会找机会实现自身的价值。我们不是看到过,十冬腊月在家地里睡觉的“懒虫”,一回到他的自留地里,居然会干得满头大汗吗?当年“脸难看”的国营商场的售货员,走起“后门”来的干劲、热情和“服务质量”,哪里会输给他们在西方世界里面带“职业微笑”的同行!凡夫俗子“走资本主义”的花样百出,无师可以自通。“知识分子”的名堂,更是“罄竹难书”也。这些写来可成“大全”的故事,说明了什么?说明作为私产的人力资本,从来没有“干净彻底”地被消灭过。它要么“没有”了,在权利完全不被承认的时候;要么顽强地表现自己,“发现市场”,没有白市找灰市,没有灰市找黑市,“人还在,心不死”,就是要实现自己的市值。

以上讨论,使我们得出人力资本产权的三大特征:第一,人力资本天然归属个人;第二,人力资本的产权权利一旦受损,其资产可以立刻贬值或荡然无存;第三,人力资本总是自发地寻求实现自我的市场。如果对手力资本产权形式的上述特点一无所知,要理解现代经济学中热门非常的“激励”理论就困难重重了。为什么土地和其他自然资源无须激励,厂房设备无须激励,银行贷款也无须激励,单单遇到人力因素就非谈激励不可?我的回答,都是人力资本的产权特性使然也。

第二部分:资本市场:企业家能力竞争的舞台

资本市场买卖什么

初看起来,资本市场是一个以不同方式买卖企业的市场。从买方来说,购买企业可以直接持有企业的股本,也可以在场内场外的证券交易市场上买得企业的股票或债券,以此获得企业权益。从卖方看,为了获得资本而出让一部分权益,形式也可以多种多样。这就是说,在资本市场上买卖的是企业权益。那么,什么是企业权益呢?企业权益是一种获利的权利。买家如果看中的只是企业的产品或生产线,他只需要到商品市场或要素市场上直接购买,而用不着到资本市场上来。到资本市场上来买入企业权益,目标是企业权益的增值,即通过企业产权的持有而分享企业利润。因此我们认识资本市场的第一步,就是看到在资本市场上买卖的是企业的盈利能力(Earning Power)。

企业的盈利能力从何而来?我们从经验中可以知道,一个企业投入生产过程的各种要素,等到转化成了产品和服务,有可能卖出个好价钱(相对于投入要素的成本),也可能卖不出好价钱,甚至根本卖不出去而完全蚀了本。因此投入企业的资本增值与否,首先要对付由奈特定义的市场的不确定性。这就需要决策,决定企业生产什么,生产多少,以及怎样实现获得盈利潜能创新。有了决断,还必须加以组织实施,直到实现盈利的潜能。这样来看,一个决策能力、一个生产的组织协调力,是资本增殖不可或缺的两个要素。这两种能力,就是企业家才能。在这个意义上,我们可以说企业的盈利能力说到底就是企业家能力的存量。钱本身并不能生钱。我们把钱存入银行,获得了利息,并不是因为钱能生钱,而是因为

银行将钱贷给了企业,靠企业在营运中获得了增殖。利润的本质不是对货币所有权的回报,而是对企业家才能所有权的回报。当然,银行贷款给企业是要冒风险的,因此贷款利息是对银行承担风险的回报。而风险回报——利息——最终来自于企业运用资本的增殖。有的理论把这两种回报混为一谈了。在我看来,离开了企业家才能的发挥,企业所有的其他投入品——劳动力、土地、资金和技术——统统谈不上增殖。在资本主义发展的早期,由于资本家与企业家合二为一,使人们误以为利润来自于货币资本本身。随着现代市场经济的发展,我们可以看到,是有钱的人在追逐企业家,竞相将钱交给那些有才能的企业家去运营获利。这就揭开了资本增殖的面纱:资本增殖的真正来源是企业家才能的发挥。有了这个认识,就可以看到资本市场上“买卖企业”的背后是买卖企业的盈利能力,而归根到底是在买卖企业家能力。

企业家能力与资本市场孰先孰后

这是一个容易循环起来的问题。不过我还是想冒一点险,把资本市场的发生看成是在企业家主导下发展起来的。我们知道,有一类交易是由生产厂家“想象”了市场需求,率先生产出产品和服务,然后刺激了消费者的消费欲望,从而把交易“开发”了出来。比如计算机的硬件和软件,常常就是厂商推出了一代又一代速度更快、性能更卓越、使用更方便的设备和软件,才刺激消费者不惜“挤”掉别的消费开支来购买计算机产品和服务。我相信资本市场的发展也是“供给导向”的。在一个经济中,首先要由企业家表现其才能的空间,首先要由企业家把企业的盈利潜能市场上表现出来,才能吸引投资人向企业和企业家投资。否则,社会的剩余资源只好投向地产、贵金属、古董或别的什么东西来保值增值。在这个意义上,资本市场首先是企业家通过展示其盈利潜能“冲”出来的结果。

兴起于 20 世纪 80 年代的民间集资是我国资本市场的雏形。集资的兴起,正是有一些企业家通过发挥经营才能告诉周围的“潜在投资者”:我有市场看好的项目,又有管理经验,如果你把钱投到我这里,所得回报会比在银行存款获利高许多。于是许多人竞相将钱交给那些企业家去运营,形成所谓的“集资热”。“集资”当然包含风险,或者是企业家的预言失败,或者市场上有鱼目混珠的“企业家”。减少这种投资风险,需要很多条件,其中最重要的是要有界定清楚的产权和竞争性的市场。投资人可以在市场上挑选企业家,也可以在一个更大的范围内比较各自对企业和企业家盈利潜能的不同看法。资本市场与任何市场一样,开始总是产权的自发交易。我们可不能小看自发的力量。自发的企业家才能的各种表达,自发的企业家才能交易的各种形式,是资本市场的基础。离开了这个基础,我们无从理解资本市场的发生和发展。但是企业家才能的发挥要成气候,要成“市”,需要大规模的市场导向的制度变迁。过去在很低的收入水平下,也有剩余资金在寻找“投资”的可能性,比如人们炒君子兰,炒邮票,炒各种“无价”票证等等。但是只有经过十多年的改革,特别是 90 年代以来我国各类企业家争得了越来越大的空间,资本市场——企业家才能的交易——在中国的发展才有了一个“起始”的基础。

企业家喊价权和企业家定价

首先要承认企业家才能是与政府官员或者叫公务员的能力是不同的。企业家才能是面对市场不确定性,通过判断性决策和实施决策来获得盈利的能力。这同官员从事公共事务、主要是公正地提供公共服务的能力不一样。因此,首先要对把企业家与政府公务员混为一谈的“干部管理体制”实行根本的改革。按照我的看法,企业家才能本身就是资本增值的源泉,或者说是“未来收入增长的源泉”,因此这种才能本身就是“资本”,就是一种“人力资本”,就是人力资本中的一个特别的类别——“企业家人力资本”。这种资本的定价同样要通过市场机制,要有一个“经理市场”或“企业家市场”。但是,企业家能力并不是在给定的价格下交易的。交易首先是权利的交易。因此企业家的“喊价权”是经理市场的前提条件。其实,经理厂长的喊价权早就存在,社会不承认其合法的喊价权,它就以“非法喊价权”的方式存在。现在流行的对所谓“企业内部人行为”的那些批评,无非是经理厂长在行使“非法喊价权”。如同人民公社不承认农民人力资本的合法喊价权,农民就出工不出力和逮着机会就偷盗集体财产一样,经理的非法喊价权是通过损害企业利益来谋得个人利益。解决“非法喊价权”的最有效途径是提供“合法喊价权”。横竖天底下没有白吃的午饭。国家、企业和投资人,要投放在企业中的资本增值,就要为利用企业家人力资本而付费,与其付给“非法喊价权”冤枉钱,不如让企业家有合法的喊价权。经理们都有了喊价权就可以竞争,买方也可以还价。通过喊价与还价,形成对企业家才能的市场评价。所以,企业家才能的市场均衡价格是合法喊价权交易的结果。

企业家的喊价当然包含许多内容。从经济收入来看,有一点要讨论,就是企业家的收入一定要包括对利润的分享。现在许多地方都规定,经理的收入最多可以超过职工平均工资的多少倍。我们看到,这个“倍率”的数值在各地正在逐步提高。这是一个标志,表明企业家的贡献在我国得到的合法承认的程度正在提高。但是,我们还是要批评,这种“倍率”控制的办法仍然不适应企业家人力资本的性质。前面讲过,企业家决策与管理的基本功能是增加企业对付市场不确定性的能力。因此企业家的贡献,归根到底要由企业是否成功地对付了以及在多大程度上对付了市场不确定性来检验。那么怎么才算企业成功地对付了市场呢?最简单地讲,只要企业产品(服务)的市值超过其要素成本之和,即有了“剩余”,企业就成功了。因为投入企业的资本增了值。因此,不但企业家才能主要由企业的盈利水平来衡量,而且企业家才能的定价原则是将企业家所得与企业的利润挂钩,而不是向企业家支付要素成本,即工资。用产权经济学的语言来讲,就是企业家要分享“剩余索取权”,而不是获得事先可以确定的“合同报酬”。在市场上,我们没有办法事前知道企业的利润能有多少,所以也就没有办法事前规定企业家的报酬得多少,更没有办法事先规定企业家的收入只能等于职工工资的多少倍。至于收入分配,可以通过个人所得税来调节,那是另外一回事。这里的关键是承不承认企业家在创造剩余中的作用,承不承认企业家的收入原则是与剩余索取权挂钩。

另外,企业家人力资本除了市值到位,还要有资本化的制度安排。我们知道,企业家的

能力是与企业家本人联系在一起的,而人总是会衰老的。如果企业家能不能最终资本化而与人本身分离,那么企业家在对企业还具有控制权的时候,就会转移决策目标,去进行那些对企业发展有害而对个人有利的投资。控制权与控制权的收益不能分离,最终会损害企业的长期利益。比如有的企业,经理非常能干,企业经营得也很好。但由于没有企业家才能的资本化安排,就会发生所谓的“59 岁现象”:企业家临到退休大捞一笔,或者让自己的儿子成为“接班人”继续控制企业,而他的儿子偏偏又不是最优秀的候选人。企业家才能的资本化安排,使得企业的控制权能在竞争的市场中由一个企业家手中转移到另一个企业家手中,在这个过程中企业得以一直保持生机与活力。

企业改革是资本市场发展的基础

我国资本市场的发展始终与企业制度的改革紧紧联系在一起。可以说,中国资本市场发展的基础就是企业产权改革。因此,我国资本市场的未来发展,取决于企业产权制度改革的进展。今年暑假,我们在上海、山东、江苏等地调查,看到中国企业产权改革的实际进程比在北京想象的要快、要活跃。比如报纸上说的“耕者有其田,经营者有其股”案例,讲的是上海纺织控股公司所属的埃通电器公司实行经营者群体持股的故事。各地还有一些早就在做、但从来不说案例。我们的印象是,我国企业改革的实践开始围绕企业家的人力资本产权做文章,而不是单单去“界定”国有的或集体的(物质)资本的产权。各地的具体做法当然还大有完善的余地,要讨论的问题非常之多。但这个方向的改革实在是抓住了根本。现在企业改革实践的一个重要特征是,企业家正在以各种不同的方式喊价,“非法喊价权”正在以各种方式“演化”为合法喊价权,而企业家喊价权的竞争性市场正在形成。这个变化产生了发展资本市场的巨大需求。如果说企业物质资本的产权交易引发了我国资本市场的萌芽和初级发展,那么企业家人力资本产权的交易,必将实质性地推进资本市场的深化。

一些地方把国有的或集体所有的企业股本出售给企业经理持有,还为解决国有股、法人股流通问题提供了富有启发意义的线索。这一段时间许多人都在讨论国有股、法人股的流通,诸多障碍之中似乎有一个核心的两难抉择:允许国有股、法人股流通,怕一下子“砸”了市场;不允许流通,那么中国的股市上永远只买卖企业的小股份,而不能提供交易企业控制权的机会。没有企业控制权的买卖,股市怎么可以厚实起来?但是,把一部分国有股出让给企业经理,可以在某种程度上有助于解决这个难题。由于经理持有的股权是锁定的,即在经理任内不可以在市场上交易;但持在经理手中的股本,只要数额不再是小得不足为道,就会大大强化对企业家人力资本的激励,从而增强企业的盈利能力。企业的盈利潜能当然是扩展市场的基础。同时,随着经理人员的流动,经理所持的股权也逐步入市交易。因此,经理持股的不流动性只是暂时的。更重要的是,在这个过渡期,经理持股的效果会显著不同于绝对禁止流动的国家股和法人股。经理持股要研究的问题还有很多。比如现有的经理自己都没有多少钱,要他(她)买够一个对其经理行为确实有制约效果的股本额度,钱从何来?基层的一些自发做法通过某种集资或借贷关系。这里有没有让金融组织、特别是叫做“投资银行”

的机构大展拳脚的机会,值得研究。总之,我的判断的是,有了资本市场的配合,目前的“放小”政策有可能放出一个前所未有的大局面。企业产权改革有了实质的、成规模的推进,资本市场的发展就有了最可靠的基础。

规范资本市场的动力机制

资本市场当然需要规范。不规范,“融资骗子”横行,投资人终究要被吓回去的。问题是“规范行动”的信息基础和激励机制。我刚才提到,企业家才能是一种主动性很强的资源,一有机会它就要“冒”,活跃非常。但是另一方面,企业家才能要大规模发挥作用,需要一系列文化、舆论、制度和政策方面的必要条件。否则,自发的企业家才能的发挥只能停留在一个临界水平以下,从社会经济的表层来看,就是所谓“企业家供给不足”,样样事情没有政府精英的推动和组织,好像就没有办法搞成。在一个长期以行政为中心的官本位的国家里,究竟能不能容忍企业家在经济舞台上人尽其才,究竟有多大的空间,这是第一位的问题。因此,说到资本市场的规范,首先是我们整个社会是不是能够容忍和鼓励企业家的创造,而不是扼杀或抑制企业家才能的发挥。

当然,资本市场上可能良莠不齐。这就是你提到的代理问题以及经营人员的道德风险问题。即使没有这些问题,由于市场变化的不确定性,投资者也存在其他风险。市场规范其实主要是用来帮助当事人定约并恰当地分配风险的。在这一点上,正如汪丁丁所讲,一个健康的资本市场需要一整套社会支撑体系。比如发达国家的资本市场都有一整套行为规范和执行这些规范的制度保障。我们把这套直接搬来,当然也是一个快捷的办法。但是我们也必须了解,人家那一套是“上当”“上”出来的。最初的市场总难免混乱,使一些投资者成为受害者,或者损害企业的利益。于是各方都要求规范已有的交易行为,以保护自己的利益。经验会告诉当事人,有“猫腻”的市场总是“厚实”不起来的。那对买卖双方都没有好处。因此,规范市场的潜在利益会驱动规范进程。一旦规范市场的力量大到能够克服制度变迁中的“搭便车”行为时,资本市场就可以做到在发展中规范、在规范中发展了。

在这个资本市场的规范过程中,最重要的动力机制是那些“吃亏”的产权要保护自己的利益,然后经过一个公共决策的过程来建立保护产权的制度。因此,为资本市场的立法要从“根”上头下手。这个“根”就是良好的财产权利的界定。界定清楚的权利产生可预期的收益,可预期的收益驱动人们保卫权利,权利和权利的平衡才能产生规则。我们这里最大的问题是,在初级的资本市场里以“公有制”名义包装的“糊涂产权”(比如赢了归代理人,输了归“公家”)占据着“主导地位”,其余初步得到良好界定的产权与之相比势单力薄。现在主要问题恐怕还不是要不要规范,而首先是资本市场监管的基础。我们的公有制企业如果不经脱胎换骨的改制,资本市场就没有规范的基础。在目前的产权基础上强加许多管制,可能“寻租”活动增加,而市场秩序和纪律还是建立不起来。

前 言

尊重财富 创造价值

又是一年春来到。如果说秋天是收获的季节,那么春天就必须有播种和劳动,荣正咨询四年来坚持完成一年一度的“中国上市公司高管持股与薪酬状况综合研究报告”(简称“白皮书”,自2002年起以《中国企业家价值报告》为题正式出版)就是在每年的春天里辛勤地投入和耕耘,从而带来荣正在业务和品牌上的收获。

在刚刚过去的一年中,我们认为对于“股权激励”领域具有最深远影响的就是党的十六大报告中提出的“保护合法的非劳动收入”思想。

让我们来回顾一下十六大报告中的部分有关表述:

……必须尊重劳动、尊重知识、尊重人才、尊重创造,这要作为党和国家的一项重大方针在全社会认真贯彻。要尊重和保护一切有益于人民和社会的劳动。不论是体力劳动还是脑力劳动,不论是简单劳动还是复杂劳动,一切为我国社会主义现代化建设作出贡献的劳动,都是光荣的,都应该得到承认和尊重。海内外各类投资者在我国建设中的创业活动都应该受到鼓励。一切合法的劳动收入和合法的非劳动收入,都应该得到保护。不能简单地以有没有财产、有多少财产当作判断人们政治上先进和落后的标准,而主要应该看他们的思想政治状况和现实表现。

……理顺分配关系,事关广大群众的切身利益和积极性的发挥。确立劳动、资本、技术和管理等生产要素按贡献参与分配的原则,完善按劳分配为主体、多种分配方式并存的分配制度。坚持效率优先、兼顾公平,既要提倡奉献精神,又要落实分配政策,既要反对平均主义,又要防止收入悬殊。

……

我们所研究的上市公司高管们对社会的贡献主要体现在脑力劳动方面(当然他们的身体、生理也很辛苦,也有体力劳动,但其贡献主要体现在其脑力劳动的价值),而且我们研究的重点是这个群体的股权性收入,这又主要是非劳动收入,是他们用自身的非劳动要素参与社会财富分配所得到的一种价值体现。今天,我们终于看到这样一个特定群体的特殊收入

得到党在重要文件中的肯定,这将最终影响到国家相关法律(如《宪法》)的进一步完善。

但是,我们同时也遗憾地看到,在现实生活中的相当一部分人群,对于“保护合法的非劳动收入”思想依然没有完全领会,具体表现为诸如仇富等不健康的心态和行为。这些不能“与时俱进”的言论和思维归根到底是由三种“情结”所导致:

1. 一部分是受历史上左倾路线和思维意识的影响。这些历史遗留问题影响下的观点值得同情和怜悯。

2. 一部分是中国文化中劣根性的一面,即不患寡而患不均。这归根到底是一种落后的文化,是封建思想的残余,亟待摒弃。

3. 更有一小部分是代表了既得利益集团的代言人,因为“吃不着葡萄而说葡萄是酸的”,对此我们表示鄙视。

当然,更有甚者是一些“形而上学”的论点:比如,美国出现了“安然”、“世通”等个别财务丑闻(占美国上市公司的比例不到0.1%),就说中国的“期权”制度也该何去何从之类的观点,实在是很荒唐和可笑(详细观点见本书专题研究之十:《辩证认识股票期权》)。而从另一方面看来,正是由于中国的“期权”制度还没有推出,所以,美国“期权”制度异化的个案恰恰可以成为我们完善将要推出的“期权”法规和试点的重要参考。我们国家的改革可以有“后发优势”,吸取先进市场经济国家实践中的成功经验和失败教训,具体实践到本土改革中,将使得改革更健康、更顺利。

如果中国多一些李嘉诚、多一些比尔·盖茨,那么中国人的生活会是怎样?

如果我们全民族的每个人都能多一些创新精神和创造能力,那对整个民族而言难道不是一个“幸事”吗?

企业家精神和企业家价值应得到承认、尊重和重视。中国优秀的企业家,无论是民营、国有、还是股份制企业的领导,对于我们这个国家和民族而言,是比石油、矿产等稀缺自然资源更宝贵的财富,社会和体制应该保护和激励其创业热情和企业家精神,他们在为社会创造财富的过程中凭借自身合法的劳动和合法的非劳动要素换来的有形和无形财富均应得到承认和保护。荣正咨询多年来研究和推动的股权激励问题正是企业家人力资本价值化体现的一种具体方式,既需要探索,也需要规范。

虽然在转轨时期的中国,确实有一些人财富的积累是靠一些不可告人的手段,如权钱交易、偷税漏税、破坏环境等,但不等于所有人的财富积累都是肮脏的。

合法的财富应该得到尊重,无论其是通过劳动获得,还是通过非劳动获得。中国需要塑造尊重价值创造和尊重合法财富的市场经济文化,只有弘扬这种创业文化,中华民族的小康才能早日到来!

目 录

代序 人力资本与资本市场	1
前言 尊重财富 创造价值	1
第一部分 中国上市公司高管身价排行榜	1
一、数据与方法	3
二、成果与分析	7
三、结论与建议	40
第二部分 中国企业股权激励状况综述(2002)	49
第三部分 专题研究	61
一、2002 年上市公司独立董事薪酬大盘点	63
二、信托机构收购上市公司股权实证研究	75
三、自然人控股上市公司的现状分析	83
四、IT 业上市公司股权激励典型案例分析	93
五、我国上市公司 MBO 全景扫描	100
六、中国企业 MBO 10 最	125
七、MBO 后企业财务状况变化之个案分析	141
八、后 MBO 企业的重组与整合问题	145
九、辩证认识股票期权	156
十、尴尬的业绩股票与无奈的股票期权	171
第四部分 案例分析	183
一、丝绸 MBO,掀起上海国企改革盖头的来	185
二、远东集团改制之四部曲	191
三、苏南改革的典范——沙钢集团的 MBO 之路	213

四、TCL 阿波罗计划	217
五、信托的背后是谁——伊利 MBO 之谜	222
六、荣智健 MBO——中国首富模式	227
七、被深南电异化的“股权激励”	240
 结束语 从 MBO 到 M&A	 245
 附 录	 248
1. 部分上市公司股权激励案例分类(截至 2003 年 4 月 30 日)	248
2. 2002 年股权激励政策动态汇总	252
3. 上海荣正投资咨询有限公司简介及部分媒体报道	264
4. 利宝资本俱乐部简介	284

第一部分

中国上市公司高管身价排行榜

今年的“白皮书”，我们沿袭去年将原来第一部分完全定量和实证的“薪酬及持股状况”称为“身价排行榜”，并重点披露和研究其中的五个子榜，具体为：

- 董事长持股市值排行前 20 名
- 总经理持股市值排行前 20 名
- 董事会秘书持股市值排行前 20 名
- 各公司高管最高年薪排行前 20 名
- 各公司独立董事最高薪酬(津贴)排行前 20 名

此外，我们将再次披露“上市公司高管最高年薪后 10 名”，这些公司有的最高年薪只有 1 万元左右，这让投资者对该上市公司信息披露的质量产生怀疑，以及对其灰色收入、职务消费状况产生猜测。我们的这种做法也是本着帮助这些上市公司改进、提高公司治理水平和信息披露质量的角度，希望引起监管部门、市场和公司的关注和重视。