

互联网并购的代理人安排

马冰 周欢 吴一平

从近几年中国互联网三大巨头百度、阿里巴巴、腾讯(以下简称“BAT”)几个关注度较高的并购案的梳理中,我们发现大多数情况下并购方在经营权的安排上,并没有更换被并购方的首席执行官。在控制权的安排上,甚至仍保留原有团队的控股权。传统企业的并购倾向于获得控制权,凭借控制权对被并购方的管理团队进行清理,换成并购方自己的高管组成新的管理团队,这是一种从控制权到经营权全面收归自有的方式。和传统企业并购案相比,互联网企业对控制权、经营权的理解似乎有所不同。近年互联网行业的并购中,并购方获取控制权后,虽然有任命己方高管替代原来被收购方创始人出任CEO的情况,但更多是沿用原公司的高管,如表1所示。

究竟有哪些因素影响了互联网企业对被并购企业原高管的安排?本文将结合相关案例,以人力资本为主,结合产业资本和风险资本对这一问题进行探讨。

一、人力资本的特征决定了互联网企业倾向留任原有高管

经理人拥有对自己管理知识的完全所有权,他们在高级劳务市场上

表1 近几年BAT并购中的持股比例与CEO变更对比表

并购方	被并购方	持股比例	股权属性	CEO是否变更
百度	爱奇艺	绝大多数(90%以上)	控股	否
阿里巴巴	高德地图	100%	全资控股	是
百度	91无线	100%	全资控股	是
百度	PPS	100%	全资控股	否
阿里巴巴	虾米网	100%	全资控股	否
阿里巴巴	友盟	100%	全资控股	否
阿里巴巴	UC优视	66%	单一全资大股东	否
百度	糯米网	59%	单一全资大股东	是
腾讯	搜狗	40%	单一全资大股东	否
阿里巴巴	新浪微博	32%	15%投票权,可任命一名董事	否
腾讯	京东	14%	第三大股东;3.7%的投票权;占董事会五席中的两席	否

买卖自己的知识和能力;企业的股东拥有对自己财务资本的完全所有权,他们通过股票的买卖行使其权利。从这个角度上理解,股份公司并不是什么“所有权与经营权的分离”,而是经理人的“人力资本”和企业财务资本这两种资本及其所有权之间的复杂合约(Stigle & Friedman, 1983)。人力资本具有如下重要特征,使得互联网企业被并购后原有高管留任的可能性较其他行业高。

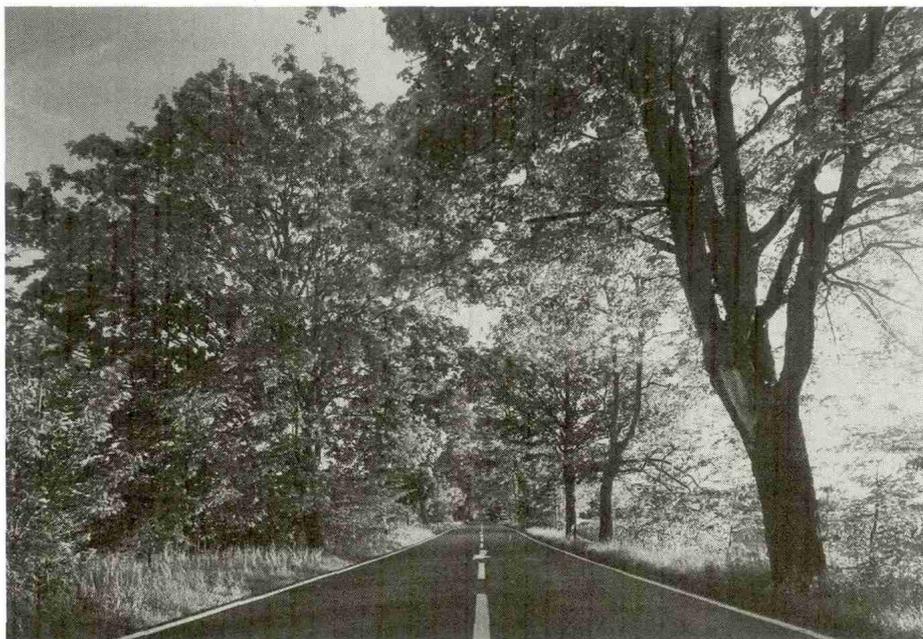
1. 人力资本的特征

从人力资本的定义看,它主要有

四个特征:凭借资产专用性具有不完全替代性;通过学习实现报酬递增;因涉及团队生产而难以度量投入与产出关系;人力资本与所有者具有不可分割性。下面将从人力资本专用性、规模报酬性两个特征出发进行分析。

(1) 资本专用性

对于人力资本来说,专用性就是雇员在某企业工作的过程中,通过学习和经验积累而成的一些特殊知识。并且这些知识仅仅适用于该企业,一旦这些人力资本的所有者被解雇,其拥有的特定知识就会贬值,给企业和



员工双方都造成损失。专用性的程度与该人力资本被重新配置于其他替代用途时贬值的大小正相关。也就是说,人力资本专用性越高,企业替换掉这部分人力资本的损失越大,企业的交易成本越高。为了降低这部分交易成本,企业会主动让渡一部分股份(即剩余索取权和剩余控制权)给专有性人力资本的所有者。而且,专用性越高,专有性人力资本的所有者离职后的贬值程度也越大。

被收购方管理层的人力资本专用性程度越高,越有机会在收购后继续担任原企业的最高管理者。百度收购爱奇艺后,创始人龚宇继续担任爱奇艺 CEO;百度收购糯米网四个月后,创始人沈博阳提出离职,百度任命副总裁刘骏为糯米网新任 CEO。百度对爱奇艺创始人龚宇与糯米网创始人沈博阳的不同安排,正是因为二者人力资本专用性程度不同。沈博阳 2000 年在美国加州大学洛杉矶分校获得计算机硕士学位,之后在 Yahoo、Google 等多家企业任技术主管。2010 年 1 月,沈博阳以副总裁身份加入人人公司,同年 2 月开始内部创业糯米网。可见,沈博阳的人

力资本体现在对市场的敏锐感觉与迅速组织进行软件设计和市场开发结合起来的能力上。龚宇 1996 年在清华大学自动化系获得工学博士学位,1999 年创立焦点网,并于 2003 年带领焦点网及其管理团队进入搜狐公司,任搜狐公司副总裁兼焦点网负责人,2008 年晋升搜狐公司首席运营官。2010 年,百度宣布投资组建视频网站奇艺,龚宇出任首席执行官至今。与沈博阳相比,龚宇的人力资本更多体现在对团队的领导力和公司的管理运营上,其人力资本的专用性要高于沈博阳。而从糯米网离职之后,沈博阳加入全球最大的职业社交网站 LinkedIn,担任其全球副总裁兼中国区总裁,这一事实也说明了离开了原有岗位后其人力资本并没有发生很大的贬值,专用性较弱。因此,人力资本的专用性强弱是百度、阿里巴巴、腾讯(BAT)并购后如何安排代理人要考虑的因素之一。

(2) 报酬递增性

人力资本作为一项资本,最重要的特征就是增值性。人力资本是人的能力和素质通过教育、实践等一系列活动累积而来的。也就是说,人力资

本在学习曲线的作用下,在企业中可以通过培训、实践来实现个人报酬的递增,并带来企业生产成本的节约。人力资本在企业、行业的积累时间越长,其报酬递增性越强,同时其专用性也越强。人力资本积累所呈现出来的报酬递增性,体现在互联网行业经验上,影响着并购后的代理人安排。阿里巴巴集团不仅把收购后的 UC 仍旧交由俞永福负责,还将全资收购的高德纳入移动互联网事业部,任命其为该事业部的总裁。UC 董事长俞永福于 2006 年加入 UC,但其早在 2002 年就作为创业员工加盟联想投资,负责互联网、新媒体等领域的投资工作。因此,涉入互联网行业的时间长短对人力资本至关重要。

2. 互联网企业中人力资本的重要性将更加凸显

传统企业主要依靠物资资产创造价值,经营者、所有者一体的制度安排可以防止物资资产被滥用(张维迎,2005)。因此,传统企业发生并购后,并购方会倾向于任命自己的高管担任被并购方的首席执行官。但是,互联网与传统企业创造价值的模式不同,它是一种以生产虚拟内容来获取用户注意力,从而产生收入的高科技企业。与传统企业相比,互联网企业的无形资产比重远高于有形资产,而无形资产的来源主要依靠员工的不断创新。互联网企业所在的行业有四个特点:一是互联网行业技术更新的节奏更快,使得新产品对现有产品的威胁更大;二是互联网行业的产品生命周期变短了;三是互联网行业进入的壁垒成本低,新成立的公司可以在短时间内凭借智力成本成为行业的领先者;四是互联网行业的技术与市场的不确定性更大(Calantone and Stanko, 2007)。这些特点表明,一方面,互联网企业与传统企业相比,创造价值更

加依赖无形资产。另一方面,它们所面临的行业环境的不确定性更大,吸引并留住人才不仅可以获得持续性竞争优势,还是一种避免新进入者造成威胁的战略防御。这两方面原因使得互联网企业在考虑并购后的代理人安排时,要更多地考虑人力资本。

二、互联网企业原有高管的留任符合产业资本的诉求

在互联网行业中,大企业一般都会在内部专门拨出一笔资金作为开展创业投资的基金,即产业资本。其战略目标是日后进入潜在的新兴高增长领域保留可能性,一旦投资的企业在新领域创业成功,大企业可以通过并购方式进入这一领域。互联网企业的并购很多都是通过其产业资本进行的。

1. 产业资本的特点

与私募股权投资(PE)等金融机构的风险资本不同,产业资本投资的主要目标是为自身未来发展培育新的业务领域,盈利不是第一目标。特别是在变化速度极快的互联网行业,创业投资可以看作是大企业应对未来风险的分散投资。此外,通过参与创业投资,大企业可以吸收风险企业的技术创新,激发研发活力;还可以培养高素质的投资管理人才,为可持续发展做好人才储备;与被投资企业建立战略伙伴关系,共同应对来自第三方的挑战。而风险资本追求的是盈利与高回报率,二者的来源不同决定了其目标的不同。

百度的产业资本在对爱奇艺的创业投资中,在视频领域培育了新的增长点,获取了相关的视频技术,锻炼了以龚宇为代表的管理团队,在BAT激烈竞争中的视频领域抢占了一席之地。但同时,爱奇艺2013年的累积亏损1.2亿美元,可见产业资本的主

要诉求并非盈利。反观普罗维德斯资本为代表的风险资本,百度2012年年末以3.7亿美金收购了普罗维德斯资本所持有的爱奇艺股份,与两年前其所投资的5000万美元相比,收益率为6.4倍。百度回购爱奇艺股份,为普罗维德斯资本提供了一个除IPO以外最好的退出渠道,并为之带来了丰厚的回报。

2. 产业资本更加重视人力资本

在快速发展变化的互联网行业,风险资本是一种“消极货币”,它并不能使个人、经理和企业家人力资本的所有者获得报酬;相反的,企业的人力资本才是一种“积极货币”,才能保证企业的非人力资本的保值、增值和扩张(周其仁,1996)。产业资本与风险资本相比,其来源与诉求更贴近现代企业的经营理念 and 战略安排。产业资本参与创业投资,为了培育新的增长点、激发研发活力,这些都要依靠高素质的管理和技术人才来实现。产业资本的创业投资呈现出一种人才吸引资本的局面,并延续到将来对初创企业成熟后的并购。

同爱奇艺一样,UC优视也曾经接受过产业资本的投资。2009年,创业一年半的UC优视获得阿里巴巴的投资,并展开战略合作。同爱奇艺的创始人龚宇一样,董事长俞永福在UC被阿里巴巴收购后依然担任总裁,甚至还进入了阿里巴巴集团的决策团队,成为移动事业群总裁。而更换了CEO的糯米团和高德地图之前都没有接受过百度和阿里巴巴产业资本的创业投资。通过案例对比,可以进一步证明产业资本对人力资本的追逐使得原有高管更有可能在并购后留任。

三、总结与启示

通过以上分析可以发现,影响互联网并购代理人安排的因素主要包

括人力资本的专用性、报酬递增性以及产业资本的诉求。根据分析可知,互联网行业中人力资本的特征决定了被并购企业原有高管留任的可能性比一般传统行业大,而产业资本的诉求,人才吸引资本的特点也使原有高管留任更易被采纳。

此外,互联网企业是以人力资本为主要价值创造源泉的企业,并购方在代理人安排上还应该重视人力资本的团队生产性及其与所有者的不可分割性。由于人力资本存在团队生产性的特征,企业应该更重视文化的激励,强调团队精神,通过提高人力资本在团队中的专有性来留住人才。同时,企业应该容忍人力资本贡献计量的模糊,设计合理的绩效考核制度。对于风险较大的互联网企业,固定薪酬合同一般不太适用,激励人力资本的所有者必须要使他们承担相应的风险,并获取对应的风险报酬,并购方可以考虑对被并购企业的主要高管人员、技术人员授予股票期权。

(作者单位:厦门大学会计系 集美大学诚毅学院)

责任编辑 周愈博

参考文献:

1. 刘小腊,李鸣.1998.人力资本产权特征与企业制度变迁.厦门大学学报(哲社版),1
2. 王开国,宗兆昌.1999.论人力资本性质与特征的理论渊源及其发展.中国社会科学,6
3. 张维迎.2005.产权、激励与公司治理.北京:经济科学出版社
4. 周业安.2002.人力资本、不确定性与高新技术企业的治理.中国工业经济,10
5. Calantone, R.J. and Stanko, M.A..2007.Drivers of Outsourced Innovation: An Exploratory Study. Journal of Product Innovation, 24