

探索与实践

央企控股上市公司

九大热点问题研究

Exploration & Practice

NINE HOT PROBLEMS RESEARCH OF
THE CENTRAL ENTERPRISE
HOLDING LISTED COMPANIES

凌文 杨琳 等著



中国财政经济出版社

探索与实践

央企控股上市公司

九大热点问题研究

凌文 杨琳 等著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

探索与实践: 央企控股上市公司九大热点问题研究/凌文等著. —北京: 中国财政经济出版社, 2011. 11

ISBN 978 - 7 - 5095 - 3198 - 3

I. ①探… II. ①凌… III. ①国有企业: 上市公司 - 企业管理 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 241

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 213222 号

责任编辑: 徐 洁 樊清玉 温彦君 责任校对: 王 英
封面设计: 耕 者 版式设计: 耕 者

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://ckfz.cfeph.cn>

E-mail: ckfz@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京富生印刷厂印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 16.75 印张 200 000 字

2011 年 11 月第 1 版 2011 年 11 月北京第 1 次印刷

定价: 45.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 3198 - 3/F · 2707

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744



中国神华A股上市仪式



中国神华发行香港H股



爱心行动——黑龙江启动仪式



爱心学校奠基仪式



序 一 PREFACE

我国资本市场从建立至今 20 年来，从无到有，从小到大，不断发展壮大，特别是近几年来，随着股权分置改革等基础性建设相继完成，我国资本市场取得了重大发展和转折性变化。截至 2010 年底，我国资本市场 A 股上市公司达 2 063 家，总市值 26.32 万亿元，已成为全球最大市场之一，资本市场在国民经济社会中的影响力和地位大大提升。

在资本市场的改革发展历程中，国有企业特别是央企的参与是关键点之一。多年以来，按照党中央、国务院的决策部署，一批批国有企业尤其是大型央企陆续登陆资本市场，为资本市场源源不断地带来新鲜血液和活力。目前几乎所有关系国计民生的大型央企都已发行上市，形成了大盘蓝筹股的上市公司群体，成为资本市场的一道亮丽风景线。正如本书指出，截至 2010 年底，央企控股上市公

司达 348 家，这些公司的市值、资产、收入、利润等一些指标在扣除金融企业外的所有上市公司中占比超过 50%，在资本市场占据十分重要的地位。这些企业进入资本市场，扩展了资本市场的广度和深度，提高了上市公司的整体质量，促进了资本市场的发展壮大。

资本市场的发展历程，也是始终与国有企业改革相伴的过程。资本市场在建立之初，即被赋予了推动国有企业改革的历史使命，当时大家把资本市场当做国企改革的有力工具来看待，对资本市场充满期待。这种认识，有其特定的时代背景和原因，无可厚非，因为资本市场本身的特性即要求发行上市的公司必须建立现代企业制度并规范运作。现在，随着资本市场改革发展逐步推向深入，资本市场越来越多的功能作用已被大家认识和接受，但资本市场在推动企业发展和国企改革方面的功能作用一直是清晰可辨的。实际上，多年来央企及其控股公司利用资本市场发展壮大的实践证明，资本市场在推动这些企业改革发展和做大做强、促进企业规范运作和改进公司治理、提升企业竞争力和国有资产保值增值等方面，都发挥了十分巨大的作用。大型央企及其控股公司也越来越自觉、主动和积极地利用资本市场，实现自身的发展改革目标。

可见，我国资本市场和央企上市公司已初步实现了相互促进，良性互动，相得益彰。同时，我们也清醒地认识到，由于我国资本市场总体仍处于“新兴加转轨”阶段，还存在这样那样的问题和不足，还需要继续深化认识、探索改进，对央企上市公司也是如此。对央企或其他一些特定类型的上市公司进行系统性研究，总结其独有的特点和规律，指出其利用资本市场的有效经验和存在的问题，探

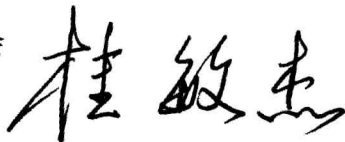
讨其更好地利用市场之道，有利于我们深化对资本市场的认识，从而有针对性地完善市场规则，加强市场监管，提升资本市场服务企业组织、国民经济以及转变经济发展方式的能力。

本书专门选取央企上市公司作为研究对象，正是我们所乐见的类型化研究。央企上市公司在我国资本市场地位重要，对其进行深入研究，对于我们进一步做好央企上市公司监管，推动资本市场为其更好地提供服务和支持，具有重要意义。本书由大型央企上市公司中国神华总裁凌文博士主持写作，集中北京证监局和中国神华在资本市场与公司治理方面的专家，共同完成。本书的写作者或者长期在央企上市公司从事管理工作，或者在监管部门从事上市公司监管工作，对央企上市公司的情况都非常熟悉，都有着切身的体会、深刻的认识和独到的见解，这本书来自于他们多年来的经历和思考，凝结了他们的智慧和心血，正因为此，本书具有较强的现实性、建设性和思想性。通读此书，我个人感觉确实对央企控股上市公司有了更直观、全面、深入的了解，书中所述央企控股上市公司的特点及规律、问题与挑战，以及对央企控股上市公司可持续发展的思考，既有现实的总结，也有理论的深度，既有央企从业者对资本市场的实践探索，也有市场监管者对央企的理解期许，可读性、操作性都很强，是一本不多见的专注于研究央企上市公司的著作，我很高兴看到他们这一研究成果，希望对国企从业者、上市公司从业者、专家学者、监管工作者等各方都有所助益和启发。

路漫漫其修远兮。我们也衷心地希望，央企上市公司能够继续勇于探索，敢于实践，以更加规范的治理结构、

更加透明的信息披露、更强的社会责任以及更好的经营业绩，为资本市场上市公司树立好榜样，起到更加积极的示范作用，赢得市场投资者乃至全社会的尊重。

中国证券监督管理委员会
副主席、党委副书记

Handwritten signature of Guo Minzhi in black ink.

2011 年 9 月



序 二 PREFACE

凌文先生是一家中央企业控股上市公司的总裁。以这样的身份来研究国有控股上市公司问题，具有别人无法相比的条件：他有可能、也不得不面对并解决国有控股上市公司存在的一系列矛盾和问题，掌握大量第一手情况、也有许多亲身的感受。因此《探索与实践——央企控股上市公司九大热点问题研究》一书不是一般的理论阐述或研究，而是理论与实践紧密结合，是从实践出发、有针对性的，是有感而发、言之有物的。作者的特殊身份赋予了本书一种特殊的价值。

依托资本市场改制上市对于国有大企业的改革具有特殊的意义。改制上市是国有大企业实现股权多元化重要的、甚至是主要的途径，因为单一股东难于形成真正的制衡；改制上市使国有资本通过资本市场与社会资本紧密结合，国有企业由此公众化了，国有资产由此资本化了；公司公众化之后就有了特定的责任，要接受监管、要有透明度、要规范运作，于是就出现了一系列我们希望看到的改革效果。因此，我们判断，竞争性国有大企业改革最终的

体制模式很可能就是整体上市的公众公司。

国有企业改制上市后，是不是改革就可以自动到位了呢？事情没有这么简单。正如作者所指出的，央企控股的上市公司有着很大的特殊性，还要面对和解决许多特殊的问题。这种特殊性倒不仅仅是一个路径依赖的问题，很大程度上还有一个发展阶段或国情局限性的问题。

央企控股的上市公司最根本的一个特殊性就是由国有企业控股，或者说是国有股一股独大。一股独大经常被人们诟病，但实际上这是一种现实国情条件下不得已的选择。西方国家公众公司的股权一般是高度分散的，这种股权结构决定了股东在公司治理中能够发挥的作用十分有限。在这种情况下，是什么因素在约束和规范着公司的行为呢？深入分析会发现，发挥作用的是市场、是法制。市场的因素包括严格的市场监管、发达的要素市场、负无限责任的中介机构等；法制的因素包括严密的司法体系和效率很高的司法实践。如果一个公司行为不端，那么市场的因素、法制的因素迟早会自动作出反应进行纠正，就像安然、世通、安达信出现的情况那样。而中国目前市场资源、法制资源都不足，远远不足以把公众公司管制好。如果公司的股权过于分散、“无股独大”，就会出现股东、市场、法律都管不了的公司，结果必然是彻底的内部人控制，这也是各方面难以接受的。所以，中国的上市公司不是国有控股就是家族控股，这种情况不是偶然的。

如果国有股一股独大的问题一时难以解决，就会从中派生出许多特殊的相关问题。比如，在大股东控股并积极作用的情况下，如何保证上市公司的独立性；再如，在大股东的合法权益需要充分尊重的前提下，如何保护小

股东的利益等等。这些问题还可能延伸到大股东本身的治理问题上。如果大股东的领导体制本身就是“一把手”负责制，其决策机制本身就是一言堂、一个人说了算，那么如何在其控股的上市公司中建设规范的治理结构、形成真正的制衡机制，就是一个非常复杂的难题。

中国改革的复杂性可能就在于，改革是一个系统工程，是对一个国家政治、经济、社会整体性的改造和建设。在整体变革不彻底、不完整、不配套的情况下，任何一个单项改革都很难做圆满，都会面临由于其他方面掣肘而出现的很多特殊问题。这是我们必须正视的现实。

国有企业改制上市是国有企业改革中重要的一步，但仅仅是一步，迈出这一步后还有大量的问题需要研究和解决。当前，随着越来越多的国有企业改制上市，国有控股上市公司已经成为一个庞大的群体。这个群体是我国企业中的精华，总的经济规模很大，在国家经济发展中占有很大的份额和重要的地位。正因为如此，把这个群体作为研究对象，深入研究它们存在的问题和解决问题的办法，把这些企业改革好、管理好、发展好，对于我国的经济发展、产业结构升级和提高国际竞争力，都有着重大的理论意义和现实意义。《探索与实践——央企控股上市公司九大热点问题研究》所做的正是这样一件有重大意义的事情。

国务院国有资产监督管理委员会
副主任、党委委员



2011年9月

第一章 中国经济体制改革下的国企改革与资本市场发展

- 第一节 中国的国企改革与资本市场发展 / 2
- 第二节 上市公司作为一个特殊群体的崛起 / 17
- 第三节 央企控股上市公司在资本市场的地位 / 22

第二章 央企控股上市公司的特点及行为规律

- 第一节 股权结构导致的特殊性 / 30
- 第二节 体制机制导致的特殊性 / 36
- 第三节 市场地位导致的特殊性 / 43
- 第四节 央企控股上市公司的行为规律 / 57

第三章 央企控股上市公司面临的九大问题与挑战

- 第一节 为提高上市公司质量而推进的整体上市 / 68
- 第二节 同业竞争和关联交易 / 106
- 第三节 信息披露的公平性与自愿性问题 / 119

- 第四节 央企控股上市公司的法人治理结构 / 137
- 第五节 境内外同时上市的公司的规范运作及其监督 / 160
- 第六节 分拆上市 / 175
- 第七节 以股份支付收购非同一控制下的资产 / 187
- 第八节 财务公司 / 196
- 第九节 上市公司的市值管理 / 223

第四章 对央企控股上市公司可持续发展的思考

- 第一节 央企控股上市公司在国企改革中的定位与未来发展方向 / 232
- 第二节 央企控股上市公司应坚持更高标准规范运作 / 236
- 第三节 监管环境与央企控股上市公司应建立良性互动关系 / 250

后记

第一章 中国经济体制改革下的 国企改革与资本市场发展

在中国改革开放 30 年和中国资本市场健康发展 20 年的过程中，中国的国有企业及其改革、央属国有企业及其改革、中国的上市公司，央企控股上市公司，一直处于中国社会主义市场经济大舞台的中心位置，成为改革开放前沿阵地上的亮点，成为社会各界视线中的焦点。

央企控股上市公司作为社会主义市场经济改革的主体，作为中国资本市场的基石，作为经济社会创新活动的重要载体，其地位和重要性非常突出。随着改革开放的纵深发展，中国的国有企业，特别是央企控股的上市公司形成特殊的群体，成为中国国民经济的强大支柱，形成一批具有核心竞争力的蓝筹公司并逐步走上世界舞台，同时成为社会责任的担当者。在中国资本市场稳定健康发展的过程中，央企控股上市公司通过建立现代企业制度，提高公司治理水平和信息披露质量，实施规范的内部控制和全面的风险管理，不断提高上市公司核心竞争力和持续盈利能力，加强投资者关系管理和市值管理，为全体投资者创造了财富，所取得的发展成就有目共睹。



央企控股上市公司有其特殊的行业背景、运行体制和发展环境，同时也具有特殊的行为规律，例如：体制机制导致的特殊性，股权结构导致的特殊性，市场地位导致的特殊性。这些特殊性决定了央企控股上市公司面临着不容忽视的挑战和问题，例如：整体上市问题，同业竞争和关联交易问题，信息披露的公平性和自愿性问题，央企控股上市公司的法人治理结构问题，境内外同时上市的公司的规范运作及其监管问题，分拆上市问题，以股份支付收购非同一控制下的资产的问题，财务公司的管理与风险防范问题，上市公司市值管理问题等等。全面分析论证这些挑战与问题，有利于在实践的基础上深刻思考与探讨央企控股上市公司治理难题的破解，深入探索央企控股上市公司未来可持续发展的空间和路径，为央企控股上市公司不断创新发展，为实现我国资本市场的稳定健康持续发展与中国经济社会长期发展战略目标提供有益的借鉴与参考。

本书结合中国改革开放和资本市场的发展，在实践的基础上论述了央企控股上市公司发展的背景、生存的环境、行为的特殊规律和九大治理的难题，对央企控股上市公司未来可持续发展提出建议。



第一节 中国的国企改革与资本市场发展

国有企业改革，从制度经济学的角度讲，核心问题是产权制度改革。而产权制度改革，离不开利用资本市场资源配置的功能，在这个意义上说，我国国有企业改革与资本市场发展始

终是相伴相生、相辅相成的。回顾国有企业改革进程，有利于正确理解国有控股上市公司尤其是央企控股上市公司的历史背景以及发展的特殊规律。

一、改革开放下的国有企业

改革开放 30 多年来，国有企业经过放权让利、承包经营、转换经营机制，到推行公司制改组、股份制改造、建立现代企业制度等一系列深化改革措施，企业活力和市场竞争力不断增强，企业规模和效益跨越式提升，取得了举世瞩目的发展成就，在我国经济社会发展和参与国际竞争中发挥了主力军和排头兵作用。

1978 年 12 月，党的十一届三中全会召开，标志着我国改革开放伟大历史进程的启动，国民经济从计划经济体制向市场经济体制转变，国有企业逐步走上了市场化为导向的改革之路。国有企业改革大体可分三个阶段：第一阶段，在所有权与经营权分离的前提下，放权让利。可细分为扩大企业自主权和在一定程度上实现所有权和经营权的分离。第二阶段，产权变革，在股权多元化的前提下进行现代企业制度建设。第三阶段，从单个企业的改革转向整个国有经济的战略性调整和重组。

（一）第一阶段：扩大企业自主权，在一定程度上实现所有权和经营权的分离（1979 ~ 1992 年）

1. 扩大企业自主权的实践

1979 年以后的一段时间内，我国经济体制改革的中心环节是扩大企业自主权，大体分为扩大企业自主权试点、工业经济责任制和利改税三个阶段。