

国资国企理论实践研究丛书之四

# 改革的探寻

Exploration on Reform

杜天佳 / 著

吉林人民出版社

国资国企理论实践研究丛书之四

# 改革的探寻

杜天佳 著

吉林人民出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

国资国企理论实践研究.1~5 / 王志钢,杜天佳,王佳佳主编.

— 长春:吉林人民出版社,2014.14

ISBN 978-7-206-09506-1

I.①国…

II.①王… ②杜… ③王…

III.①国有企业—理论研究—中国

IV.①F279.241

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第069298号

## 国资国企理论实践研究.1~5

---

主 编:王志钢 杜天佳 王佳佳

责任编辑:郭 威 封面设计:孙浩瀚

吉林人民出版社出版

制 版:吉林人民出版社图文设计印务中心

印 刷:吉林省海德堡印务有限公司

开 本:880mm×1230mm 1 / 32

印 张:46.75 字 数:783千字

标准书号:ISBN 978-7-206-09506-1

版 次:2014年4月第1版 印 次:2014年4月第1次印刷

定 价:68.00元(全五册)

---

如发现印装质量问题,影响阅读,请与印刷厂联系调换。

## 自序

自2003年4月国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）成立迄今，中国特色的国资监管走过了一条艰辛的探索之路。回顾十余载征程，蓦然发现，这条崎岖坎坷、苦乐交融的国资国企改革之路，实则为一條国资监管治疗体制沉痾、国有企业去除发展顽疾的求医之路。

2008年以来，刚刚从20世纪末的改革阵痛中脱胎出来、逐步走向现代企业制度的中国国企，却陷入了一场未曾预料的全球经济危机漩涡之中。中国国资国企的改革走向，再次成为社会各界关注的焦点。月前，国资委黄淑和副主任在《求是》杂志撰文，根据十八届三中全会的总体部署，为推动国有资产和国有企业改革取得新突破开出了药方。

作为一个80后的青年研究人员，我有幸与国资委共同成长，一直从事国有资产管理体制和国有企业改革发展研究工作。《改革的探寻》一书，乃精选十年来的研究成果，根据年份排序，梳理编撰，遂而成之。本书欲从一个青年学者的视野，析解国资国企十年发展脉络，力图在斑驳纷杂的改革实践中，探寻葺理出一些时间性、规律性、思想性的东西来，以饗读者。

# 目 录

|                           |     |
|---------------------------|-----|
| 国外产权交易调查报告 .....          | 1   |
| 日本公司治理意识根源探析 .....        | 25  |
| 中国国资监管体制改革的深化 .....       | 38  |
| 国有公司治理完善三原则 .....         | 59  |
| 新 PE 时代下的国企价值断想 .....     | 71  |
| 印度及马来西亚国资国企调查 .....       | 79  |
| 央企的 PE 姻缘 .....           | 97  |
| 国资监管运营多元模式探析 .....        | 110 |
| 善借东风力，扶摇上青天 .....         | 121 |
| 实现国资管理体制改革的法治化创新 .....    | 125 |
| 重庆国资监管与发展调研报告 .....       | 139 |
| 国有企业有效监管的国际比较分析 .....     | 158 |
| 战略性新兴产业中的国有经济布局研究 .....   | 168 |
| 系列一：环保产业中的国有经济布局研究 .....  | 170 |
| 系列二：云计算产业中的国有企业作用探析 ..... | 190 |
| 系列三：物联网产业中的国有企业作用探析 ..... | 199 |



|                          |     |
|--------------------------|-----|
| 央企的力量 .....              | 212 |
| 国企启示录 .....              | 221 |
| 致长客：速度与激情的中国诠释 .....     | 228 |
| 金砖国家国有企业监管、运行、调整情况 ..... | 236 |
| 国有经济积极发展混合所有制浅议 .....    | 255 |
| 后 记 .....                | 261 |

## 国外产权交易调查报告

### 内容提要:

根据资产的存在形式，资本市场可以划分为证券资本市场和非证券资本市场。证券资本市场是指证券化的产权交易场所，主要指股票市场。按照不同市场上市标准的高低，可以依次分为主板市场、二板市场和场外交易市场。非证券资本市场指资产尚未实现单元化、证券化的企业进行整体性产权交易的场所，它与证券资本市场最大的区别在于存在非标准化的产权交易方式，如协议转让、竞价交易、招标转让、合作开发等等。我国近几年在各地广泛兴起的技术产权交易所（中心），就是非证券资本市场的有形场所。从世界各国更普遍、更一般的形式来看，资本市场主要还是由主板市场、二板市场和三板市场构成，它们分别对应着企业在不同阶段的融资需求。从本质上讲，中国目前的产权交易所和技术产权交易所都是有形的产权交易市场，也就是为产权交易提供集中竞价交易的场所。值得注意的是，这种交易市场是中国特殊经济条件下的特殊产物，虽然我们把它归为非证券资本市



场，但是在西方发达国家并不存在类似的有形市场。由于经济严格按照市场方式运作、产权关系明晰、有关法律体系完备、中介机构发达以及信息渠道畅通，西方发达国家的产权转让都是在无形市场中自发进行，也就是说，西方国家的非证券资本市场采用的都是无形市场的形式。本文将分三个部分介绍世界主要国家产权交易的相关情况和现状，希望能够对我国产权交易市场的规范和发展提供一些经验和借鉴。

根据资产的存在形式，资本市场可以划分为证券资本市场和非证券资本市场。证券资本市场是指证券化的产权交易场所，主要指股票市场。按照不同市场上市标准的高低，可以依次分为主板市场、二板市场和场外交易市场。非证券资本市场指资产尚未实现单元化、证券化的企业进行整体性产权交易的场所，它与证券资本市场最大的区别在于存在非标准化的产权交易方式，如协议转让、竞价交易、招标转让、合作开发等等。我国近几年在各地广泛兴起的技术产权交易所（中心），就是非证券资本市场的有形场所。

从世界各国更普遍、更一般的形式来看，资本市场主要还是由主板市场、二板市场和三板市场构成，它们分别对应着企业在不同阶段的融资需求。从本质上讲，中国目前的产权交易所和技术产权交易所都是有形的产权交易市场，也就是为产权交易提供集中竞价交易的场所。值得注意的是，这种交易市场是中国特殊

经济条件下的特殊产物，虽然我们把它归为非证券资本市场，但是在西方发达国家并不存在类似的有形市场。由于经济严格按照市场方式运作、产权关系明晰、有关法律体系完备、中介机构发达以及信息渠道畅通，西方发达国家的产权转让都是在无形市场中自发进行，也就是说，西方国家的非证券资本市场采用的都是无形市场的形式。

下文将分三个部分介绍世界主要国家产权交易的相关情况和现状，希望能够对我国产权交易市场的规范和发展提供一些经验和借鉴。

## 第一部分：二板市场（非主板市场 & 未上市）

### 一、美国 OTCBB 市场

是全国性的场外交易市场（未上市证券市场）：OTCBB（Over the Counter Bulletin Board）和 Pink Sheets。1990 年 NASDAQ 设立了 OTCBB 市场，专门为未能在全国性市场上上市的公司股票提供一个交易的场所。其后，OTCBB 独立出来，自主运行，直接由美国证监会和 NASD（全美证券商联合会）负责监管。1911 年成立的 Pink Sheets（粉单市场）是由私人设立的全国行情局为未上市公司证券提供交易报价服务的市场。需指出的是全国行情局并没有监管权，Pink Sheets 的监管也是由美国证监会和 NASD 负

责。经过 10 多年的运作，OTCBB 已经确立了在美国非主板市场的霸主地位，最多时有超过 3600 家公司、超过 6667 种交易证券、近 400 家做市商活跃于该市场。

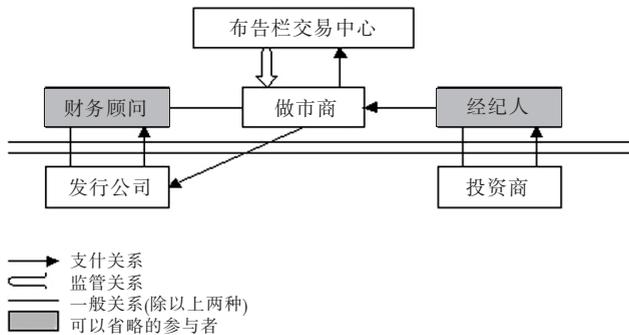


图 1-1 OTCBB 市场结构

表 1-1 OTCBB 与 NASDAQ 的比较

| 特点或要求          | OTCBB | NASDAQ |
|----------------|-------|--------|
| 挂牌数量的最低要求      | 无     | 有      |
| 对发行公司收取挂牌或维护费  | 否     | 是      |
| 维持报价或挂牌要求标准    | 有     | 有      |
| 国内证券电子即时报价     | 是     | 是      |
| 申请文件或挂牌的最少审核期限 | 3 天   | 6-8 周  |

|         | 1998年8月          | 1999年8月          | 2000年8月          | 2001年8月          |
|---------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 证券种数    | 6,376            | 6,538            | 3,703            | 3,797            |
| 每日平均报价数 | 19,658           | 34,256           | 31,731           | 31,839           |
| 做市商     | 424              | 386              | 321              | 296              |
| 做市商数量   | 5.85             | 7.07             | 10.8             | 11.19            |
| 头寸数     | 37,289           | 46,242           | 39,985           | 42,484           |
| 总成交量(股) | 2,235,835,980    | 5,893,163,737    | 6,265,555,642    | 11,254,418,578   |
| 总成交额 \$ | \$ 1,696,816,359 | \$ 3,763,955,246 | \$ 1,798,291,215 | \$ 1,474,324,462 |

## 二、加拿大

加拿大的二板市场主要是温哥华的证券交易所，该交易所建立于1907年，是加拿大第二大证券交易所和最大的二板市场。该交易所门槛要求较低，不要求业绩表现，注重的是企业管理层质量及公司的发展潜力。1998年温哥华证券交易所拥有1400多家上市公司，交易量位于北美地区第四位，成为仅次于NASDAQ的全球领先的风险投资证券交易所之一。为了发展风险投资，加拿大温哥华证券交易所（the Vancouver Stock Exchange）与艾伯特证券交易所（the Alberta Stock Exchange），在1999年11月29日合并为加拿大风险交易所（the Canadian Venture Exchange）。合并后的加拿大风险交易所仍是加拿大第二大证券交易所，目前有上市公司2300多家，主要是一些高科技、自然资源和制造业等中小企业。在温哥华证券交易所上市，主要有三种方式：电子交易、买壳上市和造壳上市，合并后的加拿大风险交易所保留了后



两种特殊的上市方式。无论哪种上市方式，为了防止上市公司欺骗股民，申请上市的公司首先要有推荐人，而推荐人必须是交易所董事会成员。推荐人要调查所推荐上市公司的管理人员和公司运作情况，然后向董事会提出报告。如果是非加拿大的海外公司申请上市，推荐人更要对申请公司的资产、运作和赢利等情况进行认真调查。

### 三、台湾证券柜台交易市场

1. 柜台买卖市场 ——1994 年台湾证管会着手筹划台湾证券柜台买卖中心的设立，并由台湾证券交易所、台北市证券交易所、台北市证券商业同业公会、高雄市证券商业同业公会及台湾证券集中保管公司共同捐新台币 30000 亿元，于 1994 年 11 月成立台湾证券柜台买卖中心，负责办理柜台买卖业务，同时台北市证券商公会的证券柜台买卖中心被取消。为了配合新型市场的建立，台湾财政部证券期货管理委员会于 1994 年 10 月修正发布了《证券商买卖有价证券管理办法》，确立了台湾柜台买卖中心的法律地位。1994 年 12 月建立股票自动成交系统，实施款券划拨给付结算，1995 年又推出了加权股价指数。为了活络交易，中心于 1998 年底开始实行信用交易，由政府核准的信用机构向投资者提供融资。这一举措对市场的发展起到了实质性的推动作用。到 2000 年底，以融资融券交易的上柜股票有 117 种，占全部

上柜股票的 40.62%。台湾柜台交易制度除了保留原自营商营业部议价制度外，自营商或经纪商接受客户委托可使用台湾证券柜台买卖中心计算机自动成交系统买卖上柜股票。由此，一方面使用计算机进行交易撮合并予以立即成交，可以提高交易效率；另一方面利用自营商报价，使得价格透明度更高。

2. 台湾第二类股票市场——OTC 市场建立以后，为中小企业的融资找到了一个较好的通道，但是仍然有一些小型公司既无法到集中市场上市，也无法满足 OTC 的上柜条件。因为 OTC 毕竟对资本额、设立时间还有要求，但这些公司有发展潜力，投资人也喜欢，因此当时在场外存在一个交易不合法的市场。为了进一步协助中小企业、新兴及重要产业尽早进入资本市场，把这些未上市、上柜公司股票的场外交易合法化和规范化，保护投资人权利，台湾证券柜台买卖中心于 2000 年 4 月开设了第二类股票交易市场，称为 TIGER (Taiwan Innovative Growing Entrepreneurs, 台湾创新成长企业类股)，其制度主要是参考 NASDAQ、日本新兴企业市场及香港创业板市场拟订。与原先上柜公司股票即一般类股的上市条件相比，第二类股的上市条件更为宽松，并有独立的交易制度，被称为“创业板中的创业板”，同时辅以更加严格的监管。至 2000 年底，已有 12 家公司在 TIGER 挂牌上柜。第二类股票的上柜条件主要是：公司股票公开发行，有推荐证券商辅导满 6 个月；实收资本在新台币 3 千万元以上且无累积亏损（科技事业不受无累积亏损的限制）；设立年限满 1 个完整的会计年度；



获利能力无限制；在股权分散方面，持有 1000 股以上的记名股东必须在 300 人以上。

表 1.2 上柜股票、上市股票、第二类股票相关条件比较

|        | 柜台市场  | 主板市场   | 第二类股票市场               |
|--------|---|--|-----------------------|
| 设立年限   | 设立满 3 年   | 设立满 5 年  | 无                     |
| 实收资本额  | 在 5000 万元以上   | 一般类：3 亿元以上；科技类：2 亿元以上  | 股份有限公司最低股本 100 万元     |
| 获利能力   | 营业利润及税前利润占实收资本比例符合下列条件之一者：最近年度达 4% 以上，最近一年度无累计亏损者；最近 2 年度均达到 2% 者；最近 2 年平均达到 2% 以上，切最近一年的获利比上一年好。 | 营业利润及税前利润占实收资本比例符合下列条件之一者，且最近一年度无累计亏损者；最近 2 年度达 6% 以上者，获最近 2 年度平均达到 6% 者，且最近一年的获利比上一年好；最近 5 年均达到 3% 以上者。 | 无                     |
| 股权分散   | 持有股份 1000-5000 股的记名股东人数不少于 300 人，且其所持股份总额合计占发行股份总额 10% 以上或超过 500 万股。                              | 记名股东 1000 人以上，小股东（持有股份 1000-5000 股的股东）500 人以上，且小股东所持股份总额合计占发行股份总额 20% 以上或超过 1000 万股。                     | 无                     |
| 推荐券商家数 | 由 2 家以上券商推荐   | 一家主办承销商，一家主协办承销商，数家协办承销商。  | 2 家以上资本总额超 20 亿元的券商推荐 |
| 辅导期限   | 公开发行后推荐商至少辅导一年  | 公开发行后推荐商至少辅导 2 年   | 无                     |
| 披露要求   | 年报、中报、季报、月报，临时报告  | 年报、中报、季报、月报，临时报告   | 年报                    |

#### 四、香港创业板市场

香港创业板市场于1999年11月24日正式启动，它是主板市场以外的一个完全独立的成长企业的股票市场，与主板市场具有同等地位。在上市条件、交易方式、监管方法和内容上都与主板市场有很大差别。宗旨是为新兴且有成长潜力的企业提供一个筹集资金的场所。它的创建将对中国内地和香港经济产生重大影响。香港创业板与现有主板市场相比，具有以下市场特色：以高成长公司为目标；注重公司成长潜力及业务前景；市场参与者须自律及自发地履行其职责；买者风险自负；适合有风险容量的投资者；以信息披露为本的监管理念；要求保荐人有高度专业水平及诚信。香港创业板以有成长潜力公司为目标，行业及规模不限，其主要目的是为在香港和内地营运的大量有成长潜力的企业，提供方便而有效的渠道来筹集资金和扩展业务。其中也包括在大陆投资的香港和台湾的增长公司以及大量的“三资”企业，还有内地一些有发展前景的大中型国有科技企业和中小型民营企业。另外，综合企业可以把个别成长项目分拆上市，投资经理和创业资本家也可将它们所投资的公司上市。

表 1-3 香港创业板与主板的比较

| 项目              | 香港创业板市场   | 香港主板市场   |
|-----------------|---|--|
| 发行和交易的证券        | 股本证券  | 股本证券、债券、衍生工具等  |
| 上市公司注册成立地点      | 香港、中国内地、百慕大、开曼群岛  | 所有合法地区   |
| 发行人             | 中小企业和新兴企业等具有成长性企业   | 有一定经营规模、一定经营史和一定的盈利史企业   |
| 主要面向投资者         | 面向专业机构投资者为主   | 机构投资者和中小散户   |
| 业务记录要求          | 不要求发行人以往有盈利，也不要求发行人做盈利预测，但要求发行人至少有一年活跃业务记录，并做业务目标陈述。  | 要求发行人利润达 5000 万港元（最近 1 年须达 2000 万港元，之前两年合计达 3000 万港元）并要求发行人做盈利预测。          |
| 最低市值要求          | 没有最低要求  | 上市时市值须达 1 亿港元  |
| 最低公众持股量要求       | 上市时市值不足 10 亿港元公司的最低公众持股比例为已发行股本 20% 或 3000 万港元（以较高者为准）。上市时市值超过 10 亿港元公司的最低公众持股比例为已发行股本 15% 或 2 亿港元（以较高者为准）。 | 上市时市值不足 40 亿港元的，公司的最低公众持股比例为已发行股本 25%；上市时市值超过 40 亿港元公司的最低公众持股比例为已发行股本 10%。 |
| 管理层股东和控股股东最低持股量 | 占已经发行股本至少 35% 的股份   | 不设最低持股量限制  |
| 股东股份出售          | 管理层股东和控股股东子公司上市后至少 6 个月内不准出售其股份   | 公司股东可在上市第一天卖出所持有的全部股票，但在第一天未买出的股票在至少两年内不得出售。                               |
| 公众持股人数要求        | 上市时持有股份的公众人士数目不得少于 100 人  | 每发行 100 万港元的股票，须由不少于 3 人持有，且每次发行股票至少须由 100 人持有。                            |
| 首次发行            | 只可向公众发行新股   | 现有股份可以发行   |
| 上市监管部门          | 香港联合交易所创业板上市委员会   | 香港联合交易所上市科   |

| 项目     | 香港创业板市场                          | 香港主板市场           |
|--------|----------------------------------|------------------|
| 保荐人聘用  | 上市后两年内须继续聘任保荐人做顾问                | 上市后不要求继续聘任保荐人做顾问 |
| 财务报告要求 | 全年、半年、季度财务报告及实际业务进度与原业务目标的比较和解释。 | 全年财务报告、半年财务报告。   |

## 五、新加坡二板市场

1987年2月18日新加坡股票交易所建立的自动报价市场 (Stock Exchange of Singapore Dealing and Automated Quotation System, 简称 SENASD) 开始运行, 从而形成了新加坡股票交易所的二板市场。这一市场类似于美国的 NASDAQ 市场, 采用电脑无纸化交易。新加坡自动报价市场的建立, 目的在于使那些具有良好发展前景的新加坡中小型公司能够筹集资金用以支持其业务的发展。SENASD 上市标准较为宽松和灵活, 没有具体的公司规模要求, 进入成本和年度费用也较低。在 SENASD 上市的企业, 如果上市后业务扩展, 各方面达到主板的要求, 可以申请转到主板上市。SENASD 成立之初, 只对在新加坡注册成立的公司开放, 自 1997 年 3 月起, 开始向外国公司开放, 以吸引一些外国高科技公司。1988 年 3 月 SENASD 市场与美国 NASDAQ 联网, 使新加坡投资者可以买卖 NASDAQ 的上市股票。

SENASD 的显著特征是它的交易制度。它以电脑交易为基础, 并受竞争性的做市商制度制约。在这个制度下, 一个做市商必须