

安青松
著

Meditation on
China's Economic Transformation:
From Microeconomic Perspective

风动

幡动

仁者心动

——
中国经济转型的
微观思考

辨机



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

安青松

著

Meditation on
China's Economic Transformation:

From Microeconomic Perspective

风动

幡动

仁者心动

——中国经济转型的
微观思考

辨机



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

辨机 / 安青松著. —北京: 经济管理出版社, 2014.7

ISBN 978-7-5096-3246-8

I. ①辨… II. ①安… III. ①上市公司—企业管理—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 166520 号

组稿编辑: 宋 娜

责任编辑: 宋 娜

责任印制: 黄章平

责任校对: 陈 颖

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 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京晨旭印刷厂

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 14.75

字 数: 232 千字

版 次: 2014 年 10 月第 1 版 2014 年 10 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-3246-8

定 价: 78.00 元



·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

序论及本书设计

就经济学研究而言，这是一个群星闪耀的时代。中国经济转型无疑是星空中最闪亮的一颗。新一轮的中国经济转型，从宏观看是源于国家发展战略层面的两大主题，一是国家治理体系和治理能力现代化；二是加快形成新的发展方式。前者将进一步明晰政府与市场、政府与企业的边界，核心问题是处理好政府和市场、政府和企业的关系，更加尊重市场规律和公司自治原则，更好地发挥政府的作用。后者将推动发展的立足点转变到提高质量和效益上来，依靠科技进步、劳动者素质提高、管理创新驱动，依靠绿色经济和循环经济推动，着力激发各类市场主体发展新活力，增强创新驱动发展新动力。本书研究的视野选择在微观层面，即在国家发展战略的两大主题背景下，对于公司的治理结构和行为方式将带来怎样的影响和变化趋势。

公司是实现国家发展战略的重要微观基础。本书在理论篇中，重点探讨了转型背景下的公司治理和公司并购。转型背景下的公司治理是考量市场经济理念是否内化于心，转型背景下的公司并购是考察市场经济理念能否外化于行，一静一动，动静之间，见微知著，见小曰明。在我国“转轨经济”中，探讨公司治理问题的核心是处理好政府与企业的关系；探讨公司并购问题的重点是关注市场在配置资源中的作用。中共十八大报告明确提出了第5个现代化建设的目标，即国家治理体系和治理能力现代化，公司治理是反映国家治理体系和治理能力现代化水平的重要“缩影”。所谓“至微者理也，至著者象也，体用同源，显微无间”（《程氏易传序》），在探讨转型背景下的公司治理时，笔者通过对公司治理与各利益相关者关系的深入考察，反复印证如下观点：一是“契约精神”是公司治理的灵魂，“法治化”是公司治理运行的基础；二是在市场化原则下的本土融合、在

公司自治原则下的价值导向，是提升我国公司治理水平的现实途径；三是各国公司治理结构深受本国文化传统和治理体系的影响，不能简单移植，本土化才是生命力所在。在探讨转型背景下的公司并购时，笔者通过对近年来我国资本市场并购重组趋势、上市公司跨境并购实践以及创新的挑战等多维度考察，力图以资本市场为“晴雨表”，揭示我国经济转向发挥市场在配置资源中起决定作用的历史进程，及其企业不断面临的各种问题和挑战。“图难于其易，为大于其细”（《道德经》第63章），是本书阐发微观思考的出发点。

本书在实务篇中，呈现了2013年以来笔者关注的上市公司和资本市场实践的7个专题研究摘要，相对于“改革元年”的鸿篇巨制而言，可谓秋毫之末。好在所关注研究的方向紧扣改革步伐，不失前沿性和前瞻性，并执著于“接地气”的视角，期盼博智者拈花一笑。本书最后收录了最近两年笔者与企业家们对话交流的发言（文稿摘要），聊效“一枝一叶总关情”之诚，汇编奉献于慧眼前请求批评指正。微观思考，以管窥天，以蠡测海，难免唐突，然则，耕作于细，践行于微，见山见水，君自采撷。



二〇一四年九月八日

目 录

理论篇..... 001

置身转型时代，笔者从曾经的上市公司治理、并购规则的制定者之一，而今站在自律组织、中间组织的立场，观察、检验制度的实践效果，思考经济转型、监管转型带来的挑战。思考是在讨论中形成的，具有多元性、包容性、客观性，真实受用。期以转识成智对我国上市公司治理、并购制度的进步和理论完善有所增益，进而对国家治理体系和治理能力现代化建设有所增益。

转型中的公司治理 ||||| 003

公司治理：微观领域最重要的制度建设 /// 005

公司治理：投资者的信心之源 /// 012

混合所有制经济与上市公司治理 /// 019

股权激励与上市公司治理 /// 023

机构投资者与上市公司治理 /// 030

公司治理的本土化特征 /// 036

独立董事实践的中国元素 /// 041

董事会秘书在公司治理中的作用 /// 047

公司治理是公司自治、自律与监管的有机融合 /// 051

社会责任是公司治理题中应有之义 /// 057

转型背景下的中国公司治理 /// 061

转型中的公司并购 ||||| 067

并购重组是资本市场配置资源的重要方式 /// 069

2013 年我国上市公司并购重组综述 /// 080

上市公司在跨境并购中扮演重要角色 /// 093

转型背景下资产评估业的机遇与挑战 /// 099

转型背景下的中国企业创新 /// 103

转型背景下的中国企业并购 /// 109

实务篇 115

本篇收录笔者 2012~2014 年在经济类核心期刊发表的 7 份专题论文，对相关专业问题的发生、发展规律性进行了潜心探讨，自性知见，著相印证。论文中针对部分问题所提的建议反映了共识，已在后续出台的相关政策中得到体现。

我国上市公司质量状况分析 /// 117

中国上市公司分红现状和趋势 /// 129

注册制改革与上市公司质量 /// 143

监管转型与募集资金监管 /// 149

民营企业红筹上市现状和前景探讨 /// 157

我国养老金入市问题初探 /// 169

金融信息安全是国家发展战略的重要基石 /// 175

附 录 181

“向之所欣，俯仰之间，已为陈迹，犹不能不以之兴怀”。附录所记，是中国上市公司协会初创时期的情景和事缘，在感悟中思考，在激情中展望，万涓成水，汇流成河。新型社会中间组织是国家治理体系和能力现代化的重要建设者，在中国经济社会转型的背景下，中国上市公司协会的初创者们曾经进行了积极的探索。

文化产业上市公司转型之路 /// 183

借力资本市场打造有竞争力的医药龙头企业 /// 186

《中国上市公司年鉴》承载着治道薪传 /// 189

书写《中国上市公司年鉴》的新篇章 ///	195
中国—经合组织公司治理研讨会总结发言 ///	202
中国—德国公司治理实践研讨会总结发言 ///	204
2013 中国上市公司峰会启动仪式致辞 ///	206
中国上市公司“走出去”研讨会总结发言 ///	208
《证券时报》上市公司价值评选颁奖典礼致辞 ///	210
我国香港特许秘书公会 2013 年晚宴致辞 ///	212
中国资本市场社会责任年会总结发言 ///	214
在“2013 年第 1 期新上市公司董事长、总经理研修班”致辞（初稿） ///	216
北京地区上市公司培训总结会发言 ///	219
南开大学上市公司治理指数发布与研讨会发言 ///	223
中国上市公司发展成果发布序 ///	226

后 记	229
-----------	-----

辨机

辨机——中国经济转型的微观思考

理论篇

置身转型时代，笔者从曾经的上市公司治理、并购规则的制定者之一，而今站在自律组织、中间组织的立场，观察、检验制度的实践效果，思考经济转型、监管转型带来的挑战。思考是在讨论中形成的，具有多元性、包容性、客观性，真实受用。期以转识成智对国内上市公司治理、并购制度的进步和理论完善有所增益，进而对国家治理体系和治理能力现代化建设有所增益。

从促进资本市场健康发展，维护投资者特别是中小投资者合法权益，维护资本市场公开、公平、公正的立场出发，监管部门较早地将公司治理作为监管的核心内容，成为推动建立有效公司治理的重要力量。以 2002 年证监会发布《上市公司治理准则》为标志，经过股权分置改革、清理大股东占用资金、规范公司治理专项活动等工作，经历 10 余年的倡导和督导，至今上市公司治理已取得了巨大进步。曾经困扰资本市场的大股东与上市公司“三不分”、侵占上市公司资金等情况，基本已成为过去。上市公司已成为我国建立现代企业制度最为规范的群体。在推进国家治理体系和治理能力现代化建设的新时期，公司治理作为微观领域最重要的制度建设，必然也必将成为国家治理体系和治理能力现代化建设的重要组成部分。站在政府职能转变和监管转型的新的历史起点上，公司自治与自律将成为企业生存的主要法则，而公司治理作为实现公司自治、自律的内生机制，同样面临转型的挑战。转型中的公司治理，需要更加从实际出发的思考，既有内生机制的思考，包括形式与实质，形似与神至，“拿来主义”与本土化的问题，也有外生环境的思考，包括老课题“政府与企业的关系”，新课题如何确立现代企业制度的灵魂“契约与法治”。

公司治理：微观领域最重要的制度建设

正如公司的诞生，所激发的创业激情、创新动力、创造活力，催生了现代市场经济的大发展和人类财富的大增长，建立公司制度无疑是中国经济体制改革在微观领域关键环节的重大突破。在波澜壮阔的中国经济改革实践中，公司治理作为微观领域最重要的制度成果，必将继续以改革的精神走向未来。

一、资本市场促进公司治理转型

党的十八大报告提出，经济体制改革的核心问题是处理好政府和市场的关系，必须更加尊重市场规律，更好地发挥政府的作用。这是 30 多年改革经验的重要总结。在政府与市场的关系中，最重要的是政府与企业的关系，具体体现在公司治理结构中。我国公司治理结构，与公司制度发育最为充分的美国相比，发展历程和路径截然不同。简而言之，在美国是政府逐步“走进”高度自治的公司，在中国是企业由政府部门的“附属物”逐渐“走出”政府。美国公司治理结构大致经历了 5 次变革，每一次变革都是“政府与企业关系”的一次调整，总的趋势是政府监管在适度“走进”企业。第一次变革（1901~1939 年）是从自由企业制度到政府监管的介入，这一阶段前期是托拉斯制度促进企业的大型化，后期是反托拉斯限制大股东权利，使得公司控制权私人受益降低，导致大公司的股权分散化，股东股权治理弱化，管理层控制权得到加强。第二次变革（1950~1970 年）的特征是董事会中心主义的兴起和独立董事制度由诱致性制度变迁到

强制性制度变迁，政府监管强制要求独立董事在上市公司董事会中占有一定比例。第三次变革（20 世纪 80 年代）是通过立法关注利益相关者权益和上市公司社会责任。第四次变革是机构股东行动主义盛行。第五次变革是出台《萨班斯·奥克斯利法案》，解决公司治理结构中经营者、中介机构和分析师合谋问题，加强高级管理人员的法律责任，强化审计机构的独立性，加强信息披露。美国公司治理结构在 100 多年时间里经历了 5 次大的变革，这 100 多年也是美国经济突飞猛进、综合国力稳居魁首的“黄金时代”，公司治理结构变革所激发的市场主体活力功不可没。成熟市场经济的实践证明，公司治理是微观领域最重要的制度建设。

最近 30 年我国经济体制改革最重要的实践是“分权改革”，首先是政府高度集权向分散权力转型，其次是行政权与经济权的逐步分离。我国企业就是在“分权改革”中逐步由政府部门的“附属物”，转变为独立法人和市场竞争主体，这是一次根本性的转型，是转轨经济中企业组织形式、运行机制的创新和再造。在我国企业治理逐步“走出”政府“附属物”的根本性转型过程中，资本市场发挥了至关重要的促进作用。在中国资本市场推动下的公司治理转型，无疑是中国经济增长和发展方式转变的微观基础。

企业脱离政府部门的“附属物”后如何治理？这是我国公司治理转型的核心问题。在资本市场推动下，上市公司以“权利公平、机会公平、规则公平”为基础，初步形成了规范运作的法人治理结构，成为中国企业向现代企业制度转型的方向和标志。经过 20 世纪 80 年代的“放权让利”为特征的前 10 年改革探索，20 世纪 90 年代我国企业开始了大规模公司制改造。我国企业的公司制改造，是在计划经济体制向市场经济体制转轨的过程中进行的，必然带有旧体制的特征和惯性，缺乏契约精神和法治环境，没有公司自治的基础和传承，没有股权文化的经济实践，公司制改造的结果必然缺少公司治理的灵魂和活力，被形象地称为“形似而神不至”。资本市场的单兵突进和持续发展，为上市公司治理的市场化转型带来了法治环境和经济实践。

以 2002 年《上市公司治理准则》出台为标志，中国上市公司治理开始了以价值导向、问题导向的改革进程。在 10 余年时间里，经历 5 次具有里程碑意义的典型事件。

一是政府主导作用，规范治理结构。2002~2003年，中国证券业监督管理委员会（以下简称证监会）与当时的国家经贸委联合开展了上市公司建立现代企业制度检查工作，通过全面自查、重点检查、督促整改，完善上市公司治理结构；2007~2009年，适应股权分置改革形成的市场环境，证监会开展了为期3年的规范上市公司治理专项活动，共计督导整改了上市公司治理运行中的9000多个不规范问题。

二是股权分置改革，奠定治理基础。2005~2007年的股权分置改革，解决了股权分置造成的契约不公平、权益不平等、信息不对称等问题，股权分置改革的机制设计，有效促进了市场参与主体从非合作博弈向合作博弈的转变，进一步确立了“权利公平、机会公平、规则公平”的法治原则，形成了公司治理的股东共同利益基础。

三是纠正占用资金，维护法人财产。控股股东滥用权利侵占上市公司资金，是转轨经济中特有的现象，一度在我国资本市场泛滥成灾。2004~2006年相关执法部门联合开展了一系列督促清理、依法纠正、执法问责、完善立法的工作，坚决遏制了侵占上市公司利益的行为，维护和保障了公司法人财产的安全性和法人人格的独立性，进一步完善了公司治理转型的法治环境。

四是推进市场化并购重组，形成外部治理机制。并购重组是资本市场配置资源的重要方式之一，控制权市场是上市公司外部治理的重要机制之一，可以有效促进上市公司不断优化资源配置、提高持续盈利能力。2006年以来，上市公司并购重组规模、绩效大幅提升，以政府部门减少干预、市场主体归位尽责为方向，相关制度安排的市场化程度逐步得到改善。

五是建立退市机制，健全市场约束机制。对于一个规范、透明的资本市场来说，退市制度是市场机制的自我完善，在市场约束机制的作用下，可以有效督导公司审慎经营、持续发展、规范行为、控制风险。资本市场退市机制的建立，在优胜劣汰的市场机制作用下，进一步促使企业脱离政府部门“附属物”的藕断丝连关系，使政企分开、政资分开等改革成果充分接受了市场机制的检验。

上述事件的重要实践成果，是促进上市公司治理转型，使得上市公司成为中国企业健全现代企业制度的先锋，在全新的治理机制下，上市公司成为了中国特

色社会主义市场经济的微观基础，成为了中国经济持续增长和发展方式转变的战略引擎。

二、公司治理转型的目标是焕发公司活力

现代公司治理是公司利益相关者权利、义务和责任的均衡分配体系，在强调权益公平、机会公平、规则公平的同时，更加注重机制效率，注重焕发公司活力。因此，公司治理的目标是有效解决代理问题，降低代理成本，促进公司可持续发展。

我国上市公司由于发展的内外部机制发生了深刻变化，从而具备了先进的治理优势和优越的发展环境。在新型治理机制下，经过 20 多年的持续发展，上市公司的规模、结构、质量、效益不断改善，成为了推动企业改革和经济增长的中坚力量，在提高经济运行质量、加快转变发展方式方面发挥着中流砥柱的作用。截至 2011 年 12 月底，我国境内上市公司达到 2342 家，总资产 102.89 万亿元，营业收入 23.32 万亿元，占 GDP 的 49%，利润总额 2.61 万亿元，占规模以上工业企业利润总额的 48%，上市公司缴纳的所得税占全国企业所得税的 34%。截至 2012 年 6 月底，我国股市共计实现融资 4.8 万亿元，最近 4 年公司信用类债券年均新发 1.57 万亿元；最近 6 年（2006~2011 年）上市公司实施行业整合类重大资产重组，累计交易金额约 7570 万亿元。资本市场加速了经济资源向优质企业集中，促进了信息化与工业化的融合，有力推动了产业结构加快调整和升级的步伐。

在新型治理机制下，我国上市公司初步形成了透明、持续、稳定的分红机制，逐步形成了公平分享经济增长成果的社会分配机制。统计资料显示，上市公司分红金额由 2007 年的 2747 亿元增加至 2011 年的 5983 亿元，年平均增长率为 22%，利润分配率基本保持在 30%~40% 的水平。截至 2011 年，我国境内上市公司连续 5 年以上进行现金分红的公司为 727 家，占全部上市公司的 35%；沪深两市共有 206 家上市公司累计现金分红金额超过融资额（含首发），其中，深赤湾、

宁沪高速、锦江投资的累计分红金额分别是公司累计融资额的 24 倍、20 倍和 14 倍。2012 年上半年的上市公司年化实际支付股息率的整体水平由 2011 年度的 1.82% 提升至 3.72%，高出同期一年期银行利率 0.72 个百分点。以工商银行为例，据测算，中国人寿投资并持有工商银行股票，2008~2011 年 4 年现金分红股利（税前），平均每年近 1.5 亿元，而同样的资金如按照一年期银行存款利息率计算，每年收获利息（税前）不足 1.2 亿元，股票现金分红比银行定期存款利率增收了 25%。

2011 年，我国境内上市公司的分红家数占比为 76%，分红净利润占比为 31%，明显高于新兴市场和欧美成熟市场的平均水平。2011 年，我国境内上市公司实际支付股息率平均水平为 1.82%，与规模相近的美国、英国等市场相比大致持平。如以 2012 年上半年 3.72% 的年化股息率进行比较，我国境内上市公司的股息率在全球主要市场中位居前列。

在新型治理机制下，上市公司与资本市场形成了良性互动。上市公司在资本市场获得经济增长“源头活水”的同时，形成了公平的社会分配机制，保障了上市公司科学发展、可持续发展的精进趋势。

三、公司治理转型的方向是尊重公司自治

公司的独立法人人格属性，决定了公司的生命力在于公司自治。所谓公司自治是指公司依照公司章程，自主安排公司治理机制，配置公司权利、义务和责任的活动。从制度经济学的角度看，公司治理是公司利益相关者通过合作博弈而逐渐形成的一般均衡，实现公司内部关系的有序化和各方利益的均衡。从法学的角度看，公司自治是内生制度与外部干预共同作用的产物，是股东、董事、监事、经理等公司利益相关者，在公司目标、利己动机和外环境等因素的共同作用下，所进行的权利、义务、责任等资源的安排。

从公司实践看，公司治理是公司自治的重要机制，因此，公司治理应当具有