

大企业是大国崛起的柱石和脊梁，国家的崛起从来就离不开大企业的崛起，

大企业强则国家强。

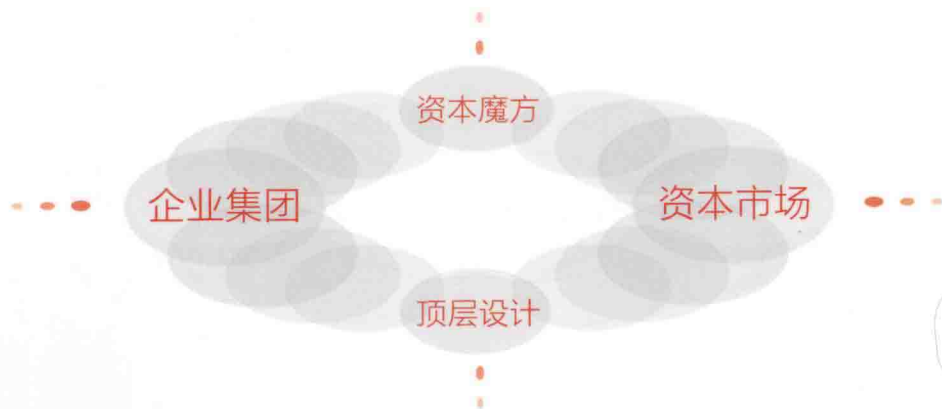
中国的大企业正背负着国家崛起和民族复兴的伟大使命，属于

大企业的时代正在到来。

大企业的战略选择

资本魔方与上市顶层设计

沈翎 | 薛飞 | 彭彭 著



中信出版集团 · CHINA CITIC PRESS

大企业的战略选择

资本魔方与上市顶层设计

沈翎 | 薛飞 | 彭彭 著

图书在版编目 (CIP) 数据

大企业的战略选择: 资本魔方与上市顶层设计 / 沈翎, 薛飞, 彭彭著. —北京: 中信出版社, 2015. 4

ISBN 978-7-5086-4951-1

I. ①大… II. ①沈… ②薛… ③彭… III. ①上市公司-研究-中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 268879 号



大企业的战略选择

——资本魔方与上市顶层设计

著 者: 沈 翎 薛 飞 彭 彭

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 中国电影出版社印刷厂

开 本: 787mm × 1092mm 1/16

字 数: 330 千字

印 张: 24

印 次: 2015 年 4 月第 1 次印刷

版 次: 2015 年 4 月第 1 版

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-4951-1/F · 3303

定 价: 66.00 元

版权所有 · 侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84849555 服务传真: 010-84849000

投稿邮箱: author@citicpub.com



我们正处在一个变革的时代。这个时代，以移动互联网为核心的技术创新正在深刻地影响着我们的生活以及生产组织方式。移动智能终端、社交网络和电子商务已经改变了全球的交流与交易方式。在此驱动下，以智能工厂、智能生产为主题的工业 4.0 时代也会即将到来。这个时代，以不久前结束的国际金融危机为标志，发达经济体无约束的金融衍生创新和新兴经济体拉动全球需求的二元增长模式已难以为继。后危机时代，各国的有效需求、产能组合、成本结构以及金融环境都已发生重大变化，发达国家与新兴经济体都在新常态下努力寻求新的增长动力。这个时代，中国已然进入全面深化改革的新阶段，让市场发挥决定性作用，必将为经济改革注入持续而强大的动力。

在这样一个变革时代，各国需要大企业作为支撑大国经济的中坚力量。就在 2014 年 11 月，作为科技创新

的代表、早已富可敌国的美国苹果公司市值已突破 7 000 亿美元大关。中国的阿里巴巴集团也以超过 250 亿美元的全球 IPO 融资，刷新了全球资本市场的历史记录。西门子、蒂森克虏伯等德国大企业在国家战略引导下，已悄然开始谋求工业 4.0 时代的先发优势。中信股份借壳中信泰富，实现中信集团整体对接香港资本市场，开启新一轮中国企业资本国际化的探索之路。中国南车、中国北车换股合并，未来致力于在高端装备制造业参与国际竞争。复星集团矢志于中国动力嫁接全球资源，在国际产业格局演变中主动参与全球竞争。IT 巨头惠普已完成的分拆分立，也反映出企业成长需根据市场要求不断加以变化的现实……可见，在全球大国博弈的舞台上，兵无常势，但大企业始终扮演着无可替代的重要角色。中国既需要无数中小企业作为经济活力的坚实基础，也需要更多有实力的大企业在产业结构升级、参与国际竞争中发挥引领作用。

那么，如何造就有竞争力的中国大企业，这无疑是亟待深入思考的问题。尤其在后危机时代，中国企业普遍面临内外需求不足、产能过剩、要素成本攀升、技术进步加快、金融市场不稳等诸多外部压力。我们亟待通过全面深化改革释放改革红利，发挥市场的决定性作用，激发国有和民营等社会各类资本的积极性，通过混合所有制改革，进一步造就体制机制完善、更具活力与竞争力的微观市场主体。因为它们能通过资本的有效驱动和资本市场的孵化培育，不断成长为有国际竞争优势的大企业。

在这样的大趋势和背景下，对于企业成长、大企业培育、对接资本市场这些主题的研究，显然极具理论和实践价值。沈翎女士领头撰写的这本著作在这方面进行了开创性和系统性的探索。尽管这方面的研究也有不少，但已有的研究大多从产业组织、资源要素、企业家精神、企业发展史等角度展开，能够立足企业自身，把企业视为有机生命体，回归“资本驱动企业成长”的基本原理，将资本、资本市场与企业的互动机制作为研究对象的著作，目前还很少。

作为世界 500 强企业——中国五矿集团的高层管理者，沈翎女士长期处于中央企业财务、投融资与资本运营等管理前沿，有着丰富的实践经验。在繁忙工作之余，她能将多年实践进行理论总结，这既是对国企改革的积极参与，也是对全社会的有益分享。在本书中，作者围绕企业集团的资本驱动机制和对接资本市场的顶层设计两个主题，揭示这两个主题及其间的内在逻辑，为读者提供了理解大型企业集团的资本逻辑、理解其在资本市场的行为选择的独特视角。

本书作者视野开阔，案例解读详实，并没有局限在国有资本和国有企业自身，而是基于企业集团的本质属性和资本运作的基本规律加以研究，这也有助于在新一轮国有资产监管与国有企业改革中引发大家更深入的思考。作者通过逻辑性思维、结构化方法和定量分析技术等进行阐述，对若干主题的探讨，如资本杠杆放大机制、核心资本缺口测定、上市顶层设计适应性原则、顶层设计的底层依据等，都没有停留在一般性分析上，而是注重相关研究的理论穿透性和现实说服力。此外，作者还从重复博弈的稳态运行机制角度探讨了混合所有制改革与资本市场的关系，提出了颇有启发性和建设性的观点。总之，相信读者会从本书中受益匪浅。

我很高兴沈翎女士的著述能够出版，欣然提笔，是为序。

国务院国资委副主任

马建民

2014 年 12 月



这是一本以企业与资本的关系、企业在资本市场的行为选择为主要内容的书。本书的主角是大企业，尤其是在现实经济活动中普遍存在的、有着多级母子公司关系和多元资产组合形态的企业集团。

在展开两个主题探讨之前，本书开篇对企业做了相应的分析和界定。事实上，古典和现代企业理论对企业的性质已有非常深刻的揭示，企业集团是企业作为市场的替代、随着分工与协作的深化而出现的介于企业与市场之间的一种中间组织形式。作为若干企业的集合体，就产权关系形态而言，企业集团有垂直型、环形、网状等多种结构。现实中普遍存在、符合国际通用会计核算体系、容易为资本市场所理解的是伞形结构的企业集团，这也正是本书所研究的对象。对于这类企业集团基本属性的把握，是本书围绕两个主题展开研究的基础。

本书重点探讨的两个主题，一是企业的资本魔方，二是上市顶层设计。前者主要研究在驱动企业成长过程中的资本构成、杠杆原理与作用机制，并通过对企业经营和投资活动的归纳与抽象，搭建起既定约束条件下企业各类资本需求的量化关系，进而通过计量模型研究企业成长对于资本尤其是对于核心资本需求的缺口，最后研究企业核心资本的补充问题，从而导出企业选择进入资本市场的逻辑必然性。后者研究的是企业集团针对上市平台架构及其动态调整所进行的理性选择。为此，本书研究了企业在资本市场的平台架构、形态转换、时点时机等问题，提出上市顶层设计是企业基于适应性原则的相机抉择。同时，本书梳理了企业内外部诸多关键因素，逐一分析了这些因素与上市平台架构之间的适应性关系。更进一步，回到企业集团的基本属性——具备母子公司关系的中间型组织，本书研究了上市顶层设计——上市平台架构选择及其动态调整——应秉持的基本准则：从管理维度看，应遵循公司治理与集团管控综合成本的最小化原则；从财务维度看，应遵循母公司两种“困境”可承受前提下企业资本充实的最大化原则。

这两个主题的研究方法有很大不同。资本魔方主要是基于财务视角，从静态到动态，以定性和定量相结合的方法来研究企业成长与资本驱动的关系。上市顶层设计则主要基于管理视角，以系统性思维和结构化方法，围绕上市平台架构选择问题进行层次分解和因素分析。最后再从管理和财务的两大视角，对上述问题做进一步理论揭示，即上市顶层设计的本质要求是企业是在约束条件下的资本市场行为的最优化选择。

尽管两个主题探讨的内容和方法不同，但内在联系十分紧密。如果我们把企业看作是一个生命体，资本视作滋养成长的营养，那么，资本魔方研究的是营养如何配置，如何滋养企业成长，营养缺口如何测量并补充等问题；上市顶层设计研究的是当生命体步入青壮年后，作为“成人礼”，如何以最有效的方式对接好

资本市场这个最大“营养源”问题，包括如何适应内外部环境、调试方式，如何遵循自身生长规律、符合自身体质特点，从而保障营养吸收和新陈代谢的良性循环。

显然，资本魔方所揭示的企业永恒主题——不断充实核心资本，在全社会普遍需要“去杠杆化”的今天尤显重要。企业扩张发展如果缺乏足够的资本尤其是核心资本做支撑，一旦市场发生波动（大概率事件），其抗风险能力则非常脆弱。在后金融危机时代，企业不但要为盈利而战，更要为健康的资产负债结构而战。顺着资本魔方所揭示的资本杠杆传动机制，企业在各类经营与投融资活动中审时度势，把握限度，这样就能趋利避害，赢得长久发展的空间。

作为企业充实资本的主渠道、主战场，资本市场可以发挥决定性作用。这与我们当前混合所有制改革任务也息息相关。以作者在并购整合中与各类资本打交道的经验来看，混合所有制改革在本质上就是各种所有制资本围绕企业治理进行重复博弈的过程，这一重复博弈过程要以有利于企业“两权”分离和公司治理为前提。但要实现这样的预期效果，就需要一套合理的制度安排做保障，以使各种所有制资本在面对公允定价、公平准入、利益分配、僵局解决等重大方面快速达成稳态平衡，从而无损于企业本身的利益。如果缺乏这样一套制度保障，则“混改”效果很容易打折扣，或陷入为“混改”而混合的窘境。基于这样的视角，作者认为在现实条件下只有资本市场提供了这样一套既具有稳态平衡机制又能为各方接受和共同遵守的制度保障，从而使资本市场具备了“混改”主战场的基础条件。

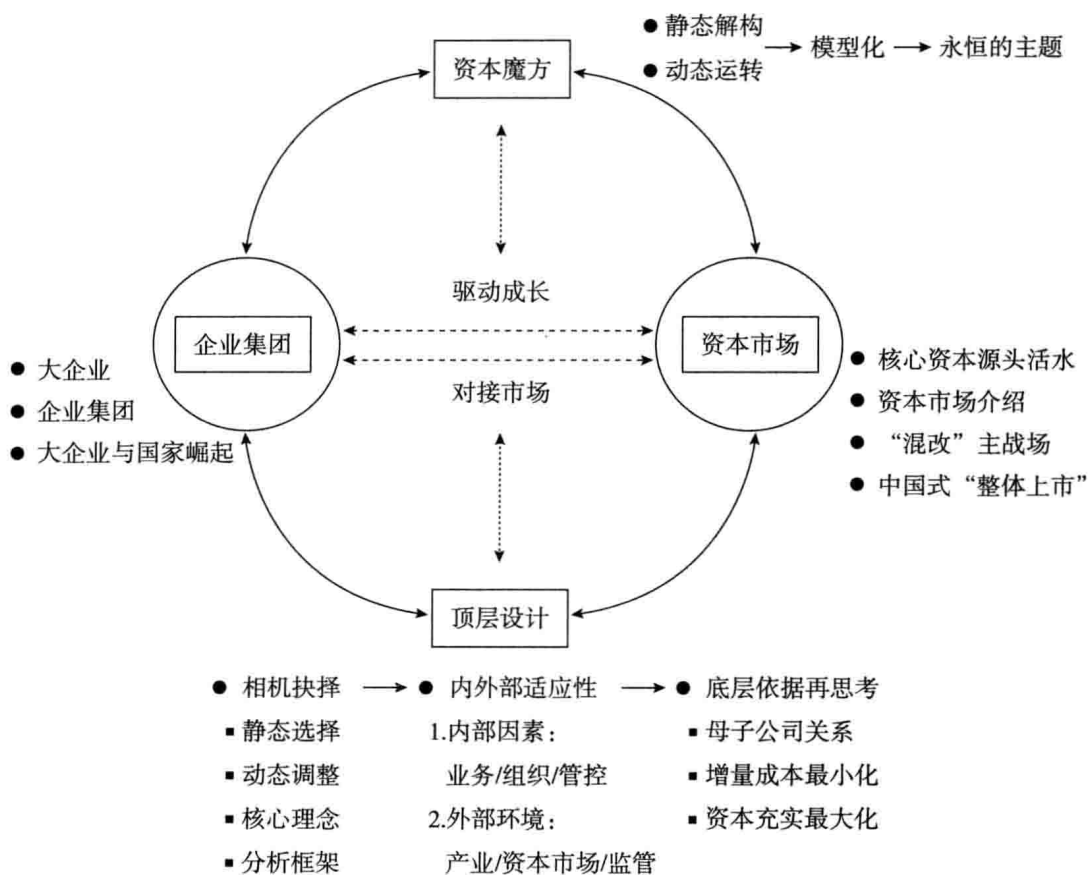
通过研究我们发现，企业集团上市顶层设计——围绕单/分平台架构选择及其动态调整——主要是基于特定企业的内外适应性原则，其深层依据又在于企业成本最小化与效用最大化的经济学原理。这些研究也引发我们对以管资本为主加强国有资产监管、组建若干国有资本运营公司、有条件的国有企业改组为国有资

本投资公司等相关话题的思考，尽管这些可能已超出企业自身的层面。可以说，如果大型国有企业在合理的上市顶层设计下，实现与资本市场的有效对接，这就为组建国有资本运营公司奠定了坚实基础，也为改组为国有资本投资公司创造了有利条件，以管资本为主加强国有资产监管的改革方向才更加有保障和可操作。

在撰写本书过程中，我们发现，对于企业和资本某些运行规律的研究，从来没有像今天这样会与国家崛起、与经济改革等宏大主题有如此深刻联系，这每每让我们有一种光荣的参与感和使命感。虽然理论与文字很容易陷入刻板与枯燥，但企业与市场却总是鲜活而生动。投身其中，实践会为我们提供不竭的思想源泉。

沈 翎

2014 年 12 月



全书逻辑总图



序 言 VII

前 言 XI

全书逻辑总图 XV

第一章

大企业：大国崛起的中坚力量

- 一、航母 Style 003
- 二、从大企业到企业集团 005
- 三、大企业与大国崛起 023

第二章

资本魔方：企业成长的驱动之轮

- 一、资本与企业成长 037
- 二、资本魔方的静态解构 047
- 三、资本魔方的动态运转 059
- 四、资本魔方的模型化 067
- 五、永恒的主题 079

第三章

充实资本：发挥市场的决定作用

- 一、核心资本的源头活水 085
- 二、走进资本市场 092
- 三、上市，上市 097
- 四、“混改”主战场 101
- 五、中国式“整体上市” 109

第四章

顶层设计：对接市场的理性抉择

- 一、单分之选：顶层设计的静态选择 119
- 二、进退时机：顶层设计的动态调整 125
- 三、谋定后动：顶层设计的权衡要点 134
- 四、相机抉择：顶层设计的核心理念 145
- 五、适应性：顶层设计的分析框架 153

第五章

内部适应性选择

- 一、企业的 DNA：内部适应性三大结构 159
- 二、业务周期性：波峰波谷的轮回 163
- 三、业务专业化：“术业有专攻” 170
- 四、业务多元化：跨界经营的诱惑 176
- 五、业务协同性：集体的力量 182
- 六、业务生命周期：四时有常的宿命 189
- 七、组织结构：巨人的骨架 194
- 八、管控的本质：“两种体制”的平衡 202
- 九、管控的模式：集权与分权的取舍 211

第六章

外部适应性选择

- 一、透明的鱼缸：外部适应性三大环境 223
- 二、产业与经济环境：变幻莫测的“大气候” 226

三、资本市场波动：经济的“晴雨表”	238
四、投资者偏好：“混合果汁”效应	241
五、治理博弈：茶壶里的风暴	248
六、监管环境：显微镜与放大镜	261

第七章

最优化：顶层设计原则的再思考

一、内外协调：适应性因素间的相互影响	275
二、核心关系：企业集团中的母子公司关系	280
三、运行成本最小化：顶层设计中的管理视角	289
四、资本充实最大化：顶层设计中的财务视角	297

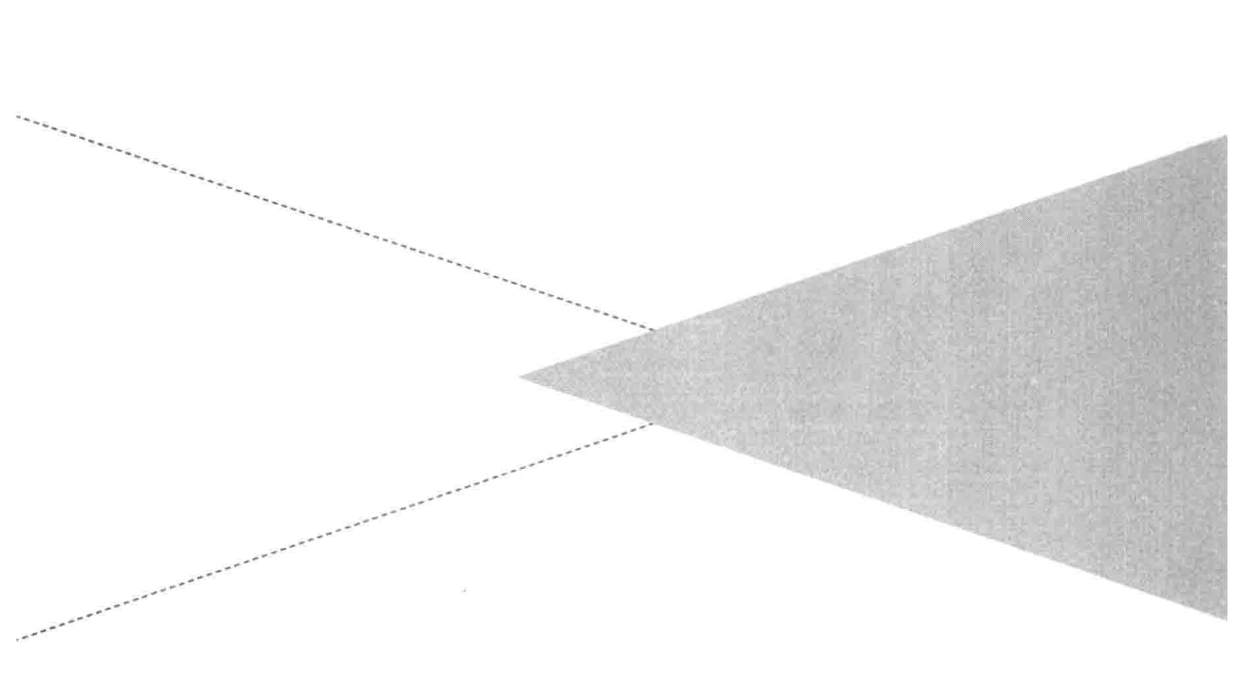
第八章

案例分析：没有终点的旅程

一、形散神不散：嘉能可国际	307
二、孵化注资：华润集团	315
三、众星捧月：通用电气	325
四、一盘很大的棋：中航工业	331
五、进退自如：复星集团	343
六、结语	352

致 谢	355
-----	-----

参考文献	357
------	-----



第一章 **大企业：大国崛起的中坚力量**

企业，“唯有家庭可以相提并论的人类组织”；大企业，大国的柱石和脊梁；纵观历史变迁，国家崛起从来就离不开大企业的崛起，大企业强则国家强。今天的中国，比历史上任何时候都更加接近国家崛起和民族复兴，中国大企业使命艰巨，属于它们的时代正在到来。

一、航母 Style

碧波万顷的渤海湾，海风习习，在中国船舶重工集团公司大连造船厂的码头上，停靠着一个长 300 多米、宽 70 多米、十几层楼高的庞然大物。2012 年 9 月 25 日，这艘灰色涂装、舷号为“16”的巨舰迎来了一个大日子，中国第一艘航空母舰“辽宁舰”举行交接入列仪式，正式交付中国人民解放军海军。几代中国人追逐了百年的航母梦，一朝梦圆。11 月 23 日，在交接入列仅仅两个月后，“辽宁舰”放飞了它的雄鹰，中国自主研发的歼-15 舰载机完成了首次起降训练。在“飞鲨”跃出甲板的那一刻，人们彻底地沸腾了。舰载机指挥员的起飞手势“航母 Style”迅速风靡全国，成为人们竞相模仿的对象。“航母 Style”，一个简单的动作，承载的却是中国人长久以来对于国家强大的期盼。