混合所有制改革如何规避国有资产流失

——以中国石化混改为例*

北京工商大学商学院　　张继德　　吴冰瑶

【摘　要】文章以中国石油化工股份有限公司混合所有制改革为例,系统阐述了中国石化混合所有制改革过程。通过对公司状况、混改过程、政治因素以及国有资产流失本质的研究试图诠释混合所有制改革是否会导致国有资产流失。研究表明,中国石化的混合所有制改革很好地避免了国有资产流失,其经验为其他国有企业的混合所有制改革提供了有益的借鉴。

【关键词】中国石化;　混合所有制改革;　国有资产流失

中图分类号:F123.7　　文献标识码:A　　文章编号:1004-5937(2015)19-0129-04

一、引言

党的十八届三中全会开启了国企混合所有制改革序幕,明确提出要积极发展混合所有制。《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》将混合所有制描述为"国有资本、集体资本和非公有资本交叉持股、相互融合的经济制度",它有利于实现原有国有企业的投资主体多元化,有利于优化公司的治理结构,有利于促进国有企业的发展,提高竞争力。此后从央企到地方国企,纷纷出台各自混合所有制方案,大部分国企将通过股权多元化改革逐步发展成混合所有制企业,可见,积极稳妥地发展混合所有制成为深化国企改革的一项重点工作。

国企改革所涉及的内容和范围不断扩大深入,2014年2月,石油巨头中国石油化工股份有限公司(以下简称"中国石化")率先拉开了垄断性国有企业改革的序幕,决定对旗下控股100%的中国石化销售有限公司(以下简称"销售公司")增资扩股,引入社会以及民营资本,这意味着垄断型国企的混合所有制经营项目取得重大突破性的进展,也是迄今国内最大性质的混改。但同时又有许多人担心,像中国石化这样的国企,资产庞大且项目复杂,其混合所有制改革是否会造成国资的流失,所以有必要针对该问题进行分析。

二、中国石化基本情况和混改过程分析

中国石化(600028)是国家独资设立的国有公司,同时也是国家授权投资的机构和国家控股公司,注册资本1 211亿元。它所属生产企业成品油资源的统一收购、统一结算,成品油的资源配置、区间调拨、运输协调、销售管理等工作主要由旗下的销售公司统一负责。公司重组前,销售公司注册资本为人民币200亿元,中国石化持股100%,是中国最大的成品油供应商,在世界位居第二。在油品销售业务上,销售公司在国内成品油销售领域首屈一指,拥有国内最完善的成品油销售网络和最先进的成品油储运设施,并且覆盖全国众多固定客户。2013年,销售公司成品油总经销量达到1.80亿吨。其中,境内成品油营收收入达到14 986亿元,经销量占据的市场份额超过60%,约达1.65亿吨,归属于母公司股东净利润251亿元。除此之外,销售公司还有便利店、电商("易捷网")、汽车服务、广告等非油品业务。其中"易捷"品牌便利店截至2013年年底已经有23 431家,非油品业务实现交易额132.87亿元。国际上加油零售网点市盈率一般都在15~25倍,而目前这部分业务在中国石化内部才达到了8倍的市盈率,正是这部分资源对投资者有强大的吸引力。

2014年2月,中国石化发布了油品销售业务引入社会资本和民营资本的方案公告,确定投资者的持股比例以及参股条款和条件,要求社会和民营资本持有销售公司股权比例不超过30%,同时集团公司启动了资产审计、评估工作。4月,中国石化对销售业务内部实施重组,将所属油品销售业务的整体资产移交给销售公司,由他们对销售业务的整体资产进行拥有、管理和控制,并引入中金公司、美国银行集团等4家公司作为业务重组的财务顾问。6月,中国石化公布销售业务"混改"引资方案,采用多轮筛选和竞争性谈判的方式,分阶段实施,并完成对销售公司的审计和评估。7月,综合考虑投资者的行业地位、品牌形象、财务实力,投资者对销售公司的报价、拟投资规模、是否优

*基金项目:国家社科基金重大项目"国家治理视角下的国有资本经营预算制度研究"(14ZDA027);国家社科基金重点项目"国有资本授权关系及实现模式研究"(14AJY005);北京工商大学国有资产管理协同创新中心项目(GZ20130801);北京市教委创新团队项目"投资者保护的会计实现机制及其效果研究"(IDHT20140503);北京市属高校创新能力提升计划项目"北京市国有企业预算管理体系完善对策及实施"(PXM2013_014213_000099)

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

势互补、未来发展的协同效应等多方面因素后，中国石化宣布完成投资者资质认证，并对投资者投资意向进行登记。8 月底，通过竞价谈判，确定入围投资者名单 (见表1)，并于 9 月相继与意向投资者签署交易文件，同时与 25 家境内外投资者签署增资协议，25 家投资者以现金共计人民币 1 070.94 亿元获得了增资后销售公司 29.99%的股权。10 月，销售公司进入后期内部治理工作，从海内外招聘"经理"拟成立新的董事会。增资完成后，销售公司的注册资本由人民币 200 亿元增至人民币 285.67 亿元，中国石化股份公司将持有销售公司 70.01%的股权，11 家民营资本总计占增资扩股引入资金的 35.8%，12 家国内投资者占增资扩股资金的 55.1%，9 家产业投资者以及与产业投资者组团投资的占增资扩股资金的 30.5%。整体看来，此次增资给中国石化带来直接的影响有：首先，获得了大

表 1　销售公司 25 家投资者一览表　　单位：亿元人民币

序号	投资者名称	认购注册资本	认购价格	持有销售公司股权比例 (%)	投资者背景
1	北京隆徽投资管理有限公司	1.20	15.00	0.42	唯一股东为三洲隆徽实业有限公司
2	渤海华美 (上海) 股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	4.80	60.00	1.68	中国银行股份有限公司旗下，专注于并购及国企改革投资的公司
3	长江养老保险股份有限公司	4.00	50.00	1.40	太平洋保险
4	CICC Evergreen Fund.L.P	2.06	25.75	0.72	中金公司
5	Concerto Company Ltd	1.14	14.21	0.40	厚朴投资所有，大润发为厚朴的 LP
6	Foreland Agents Limited	0.97	12.18	0.34	海尔电器
7	工行瑞信投资管理有限公司	1.60	20.00	0.56	工商银行
8	Huaxia Solar Development Limited	0.32	4.00	0.11	华夏基金
9	Huaxia SSF1 Investors Limited	6.20	77.50	2.17	华夏基金
10	嘉实基金管理有限公司	4.00	50.00	1.40	嘉实元和直投封闭混合型发起式证券投资基金
11	嘉实资本管理有限公司	8.00	100.00	2.80	嘉实基金
12	Kingsbridge Asset Holding Ltd	2.88	36.00	1.01	RRL Capital
13	New Promise Enterprise Limited	2.72	34.02	0.95	海峡基金，海尔集团
14	Pingtao (Hong Kong) Limited	1.72	21.53	0.60	复星国际
15	青岛金石智信投资中心 (有限合伙)	1.20	15.00	0.42	中信证券，航美传媒，中交兴路，嘉慧投资，西藏山南天时投资
16	Qianhai Golden Bridge Fund I LP	8.00	100.00	2.80	中金前海发展 (深圳) 基金
17	深圳市人保腾讯麦盛能源投资基金企业 (有限合伙)	8.00	100.00	2.80	中国人保，麦盛资产，腾讯科技
18	生命人寿保险股份有限公司	4.40	55.00	1.54	生命人寿
19	天津佳兴商业投资中心 (有限合伙)	1.94	24.25	0.68	中国兵器工业集团，宝利德控股集团，天津佳泓商业投资中心
20	新奥能源中国投资有限公司	3.20	40.00	1.12	新奥能源
21	信达汉石国际能源有限公司	4.92	61.50	1.72	中国信达
22	中国德源资本 (香港) 有限公司	2.40	30.00	0.84	汇源国际
23	中国人寿保险股份有限公司	8.00	100.00	2.80	人寿保险
24	中国双维投资公司	0.80	10.00	0.28	中国烟草，主投新能源、环保
25	中邮人寿保险股份有限公司	1.20	15.00	0.42	中邮保险
合计		85.67	1 070.94	29.99	

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

量的现金流，可以用来扩张企业经营范围和规模，降低负债率，企业价值得到全面提升；其次，销售公司的市场化改革能够推动中国石化的市场化改革，促进了整个公司的创新发展；另外，与社会资本和民营资本的深入合作有利于中国石化学习先进的理念和经验，在一定程度上为其发展注入了活力和生机。但同时又存在缺陷：由于改革只局限于终端销售业务向组合服务转型，并没有触及核心业务，所以对撼动企业内部治理机制、改变国企体制痼疾的效果有限；另外，在增资的所有公告中也未提及资金用途和盈利预测，虽然合乎行业惯例，不违反法律法规，但就增资方案的完整性、严谨性而言，存在少许遗憾。

三、中国石化的国有资产流失分析

假设中国石化的混改会造成国有资产的流失，那就会影响国有企业改革的进程，有损政府和中石化的形象，而且可能引发一系列社会问题，甚至会影响国资资本决策者的政治生命。所以能推断在改革之前，国企一定会研究其合理性或充分必要性，是否在实行混合所有制后效率更高，在优势互补、引入资本降低负债、经营管理机制的转变、监管补充等方面是否有需要，是否符合范围经济的相关原则等，当这种事前监督具有合理性时，出资人才会同意，才能避免国有资产流失。因此中国石化既然迈出了这一步，表明这次混改不会导致国资流失。

国企改革过程中发生的国有资产流失，大体可分为体制性流失和交易性流失。

（一）体制性流失分析

体制性流失多发生在非交易状态下，是因国企治理结构不健全、改制相关政策不完善、改制过程不规范、投资决策失误、管理不当、经营亏损、挪用、巧取、浪费等制度性因素造成的国有资产损失或转移。根据国企近年来的现状，最典型的体制性流失是腐败，2013 年以来，已有涉及中石油、中国出版集团、华润集团的多名高管落马。假如国有企业的高管受贿两三百万，就可能产生 10 到 20 倍甚至更多的国有资产流失，由此牵连出的国资流失触目惊心。还有不负责任的盲目投资，再加管理不善造成的跑冒滴漏等，动辄几十亿元的投资失败无人问责，反而造成了产业结构的不均衡。因为缺乏相关体制性的改革创新，不能因地制宜改变原有制度，国有资产一直在流失。

要有效地避免体制性国资流失，必须进行正确合时宜的改革。近年来，审计署披露的相关流失案例促使人们开始广泛关注体制性国有资产流失，国家不断对相关法律法规体系进行修改完善。为了避免体制性流失，国家对国有企业（中国石化）的监督加强了管理，在政策措施和操作程序方面进行了规范化的改革，如今这种流失的势头已有所遏制。在社会主义市场经济的驱逐下，防止国资流失，改革才是硬道理，国有企业改革之后股权多元化，国有资本、集体资本、非公有资本的融合相互制衡，国资不容易被侵吞。

在中国石化的此次改革中，除了引进外资很大程度上防止了国有资产流失外，改革程序的合法、合规也使得混改过程中没有产生国资流失的漏洞。销售公司在确保公平、公正、公开的基本原则下，符合相关法律、法规。按照程序和流程，首先对本次引资作了相关审计和评估；其次综合市场情况，中国石化董事会在保证中国石化所持销售公司的股权比例不少于 70%的前提下，确定民营资本和社会资本的投资者和其持股比例以及参股条件等相关条款；最后在本着“所有股东同股同权同价”的原则，确保国有资产保值、增值的基础上，逐步引入社会和民营资本。为了确保整个过程的公开和透明，所有独立董事、外部监事和内外部专家全部公开透明化。独立评价委员由中国石化和销售公司共同组成，并对选定的意向投资者进行评议。同时，中国石化将和引入的投资者共同完善销售公司的人力资源、激励约束、管理架构等方面的治理方法和体制缺陷，按照市场化、规范化、专业化的思路逐步推进体制改革，通过建立导向明确的绩效考核指标体系、市场化的薪酬体系和长效激励约束机制等措施，努力防范国资流失。由此可见，中国石化的混合所有制改革过程不存在体制性流失的漏洞。

（二）交易性流失分析

在国资交易过程中，由于未经评估、低值评估等各种行为而引起的国资流失为交易性流失。交易性流失有两种情况，一是将国有资产低估或不进行评估就低价入股，比如对其中的土地、房产等有形资产按原购入价入股，不计其市场升值部分，高值低估；二是混改后国有资本没有占到该有的股权，在董事会里没有该有的和股权对应的表决权。

1.资产评估分析

资产评估在降低市场交易成本、提高市场交易效率、维护国家经济安全、国企资源优化配置以及维护社会公众利益等方面能发挥专业作用，并且在市场经济公平交易及防范国有资产流失两大方面肩负着双重重任。销售公司 6 月底完成资产评估，公司评估价值建立在维持销售现有业务的基础上，对外引资的 29.99%股权估值为 1 071 亿元，对应销售公司总估值为 3 571 亿元，中国石化所持 70.01%销售公司股权对应 2 500 亿元估值。2013 年，销售公司的净利润近 260 亿元，其中的 30%相当于 78 亿元，25 家投资者以 1 070.94 亿元买下30%的股份，整个增资过程获得

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

的资金达到了13~14倍的市盈率,近2倍的市净率,相当于按照每股12.5元价格实施股权增发。销售公司在混合所有制改革过程中采用的是增资扩股的方式,有效地防止了国有资产流失,保证了国有资产的保值、增值。

2.股权与表决权分析

在混合所有制改革中,国企和非公有资本的合作中会存在国有股的权益维护问题,这绝对不是一次简单的交易行为,必须高度重视国有资产持续保值增值。治理结构安排中,关于董事会和股权匹配的问题要合理规划和调整,在有的混合所有制改革企业里,国企的股权比例与董事比例有所差距,股权比例超过50%,董事比例却不到一半。在股份低于50%时,表面上第一大股东为国有企业股东,但实际控制权是在其他股东手中。当国企股份低于总股份的30%时,国有股权权益的流失可能性更大。

另外,由于国企混合所有制改革时国有资本、集体资本和非公有资本共同持股,履行国有资本出资人职责的"国有资本股东"不但享有公司法规定的股东表决权,还要维护国有股权和表决权,同时也承担着国有资本保值增值的责任,以保障国有资产保值增值的可持续性。

此次引资之后,中国石化销售公司将对董事会进行适当更改和革新,建立新的多元化董事会。在新成立的11人董事会中,除了中国石化派出董事4名以外,引入了社会和民营资本投资者董事3名,独立董事3名,职工董事1名,但相对于中国石化70%的股权,30%的股权对投资者而言,决策权主要还是掌握在中国石化手中。另外,根据增资协议对本次增资扩股中民营资本股权的约束,民营资本获得的股权具有流动性限制且没有控制权,因为在任何情况下,未经中国石化书面同意,投资者不但被禁止向销售公司的主要竞争者转让销售公司的股权,还必须保证三年之内,除了向关联方转让股权和向银行融资进行质押外,不能转让或质押销售公司的股权。通过协议很好地保证了国有资产不外流。综上,中国石化享有其应有的股权和表决权。

中国石化混改到目前为止,人们可以减少对国有资产流失的顾虑,但这并不意味着中国石化在未来的混改道路上能掉以轻心。具体而言,应坚持公开透明、防控引导并举,强化企业内部监督、出资人监督、纪检巡视组织监督以及社会监督。例如,监事会可以在企业经营过程中进行监督;通过强化法律监管提高高管腐败的成本;运用媒体的力量提高信息透明度,让高管的行为暴露在阳光下,避免重大失误及不规范行为。

四、中国石化混合所有制改革的启示

在国有企业混合所有制改革中,防止国有资产流失是改革有条不紊进行的基础,而怎样防止国有资产的流失,是国企面临混改最艰巨的改革任务。如果在这方面没有正确的改革办法和防范措施,那么,无论是国有企业本身还是相关审批部门,在"资产流失"的问题上都同样有着被质疑的风险,进而影响国企混合所有制改革的进程。中国石化的这场改革具有示范性,可以作为国企混改中防止国有资产流失的范例从中得到一些启示。

一是防止国有资产流失、确保混合所有制健康持续发展的关键是时刻保持制度化、高效率化、正确规范地操作。一方面,国企必须坚持自国资委成立十多年来形成的行之有效的制度,确保整个改革过程公开、透明、公平、值得信赖,主动接受社会和职工监督;另一方面,国资委等政府部门要保持国企反腐的高压态势,严格把关,并积极填补在完善以国有资本保值增值为核心的资本监管体制中发现的漏洞和空白,持续提高监管水平。

二是科学地进行资产评估,特别是国资定价。首先,考虑到评估机构的综合素质与诚信度,在评估机构服务还未完善的环境中,评估不免受到人为影响,如果评估机构在评估过程中没有严格规范,造成价格失真,这将会对国资定价产生很大影响,所以在进行资产评估的时候首先要注意评估机构的资质和服务质量;其次,在评估时对评估信息来源不要只限于有形资产,还要避免对企业的无形资产和盈利能力评估不足,因为资产具有多样性、复杂性和众多不确定因素;最后,应注意其他因素作为重要参照所带来的影响,比如权益和总资产以及盈利能力等,不同的权益、盈利能力千差万别,其价格应当合乎实际。有的企业总资产跟权益和盈利能力不成正比,比如表面总资产虽然很大但长期亏损,甚至权益为负,其价格按市场原则,也应当为负。

三是混改后,股东多元化,相互之间更易于制衡,对整个公司管理体系的监控更为有益,但要保证国有资本占到该有的股权,在董事会里面有该有的和股权对应的表决权,而且股权转让不可避免触及国有资本的经营和处分,股权转让门槛也应被不同程度地抬高。这样,在不同所有制经济成分发挥其创造力的同时必将保证资本保值增值的效果。●

【主要参考文献】

[1]高鹤.资产评估为混合所有制改革提供专业支撑[N].中国会计报,2015-02-06.
[2]唐齐千.国企改制与防止国资流失[J].上海企业,2004(12):37-39.
[3]陈琼.论国企混合所有制经济改革中的股权制衡[J].现代经济信息,2014(14):33-38.
[4]李大守. 防范混合所有制改革中国有资产流失的几点措施[J].产权导刊,2014(10):48-51.

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net