

■上证联合研究计划第21期课题报告之四

中国上市公司同业竞争问题研究

上海证券交易所、上海交通大学证券金融研究所联合课题组

同业竞争问题概述

报告摘要
中国的资本市场建立时间较短，存在许多特点，这些特点使得同业竞争问题在成因和表现上都有其独特的特征。最主要的成因是早期新股发行的审批制，配额的限制导致企业的分拆上市，国有企业重组则是新产生同业竞争的主要来源。表现上最大的特点是存在同业竞争的公司中国有企业占大多数。
中国资本市场中同业竞争问题的解决面临着一些具体的困难，如区域壁垒、产权制度畸形、交易制度障碍、股权结构复杂、竞争资产质量差别显著等。这些困难大多源于系统性的体制结构，其解决不可避免地要依赖于国家层面的力量。本报告认为同业竞争已经成为当前管理层应当尽快彻底解决的问题。
同业竞争问题的解决方式主要有四种：监管与承诺、托管与租赁、资产重组、整体上市。四种解决方式的成本和风险依次升高，解决问题的彻底性也依次增加。前两种方式没有从根本上消除同业竞争关系，只能作为一种过渡。整体上市方式不但解决了同业竞争问题，而且有利于资本市场的发展和国有企业的规范。本报告认为，整体上市是解决同业竞争问题的最好方法，但是资产重组方式在很多情况下仍然是必要的，整体上市和资产重组在很大程度上要依赖于国资委和证券监管部门的支持和推动。

解决同业竞争问题面临的困难

国有企业的特殊性
存在同业竞争的上市公司中，国有企业约占77%，与上市公司构成竞争的关联公司及母公司中也是国有控股企业占大多数，在这种情形下外部股东很难控制一个企业。国有企业在国资委的控制之下，同业竞争的解决则必须依靠政府的推动。国有企业中存在着国有资产与经理人之间的委托代理关系，国资委是大股东，但是国家资产却无法作为一个市场主体行使产权，只能由国企的经理人代理。这导致企业在不同程度上被“内部人”控制，企业内部对来自外部的购并有本能的抵触。
条块分割的体制壁垒
中国从计划经济向市场经济转轨已经进行了许多年，市场和企业管理中的行政干预已经越来越少，但是在某些特定的区域和部门仍然存在着干预的空间和现象。地区和部门为了自身的利益倾向于将优质的企业保留在自己的管辖范围内。这种行政化的倾向为资产重组制造了困难，企业要进行资产重组必然要发生资产所有权的转移，而资产必然存在优劣之分，地区或部门就可能对不符合自身利益的重组方案进行阻挠或者提出补偿条件，这使得企业在进行重组决策时不得不考虑到这一部分成本。
产权交易机制障碍
中国的资本市场虽然已经经历了20年的发展，但是产权交易市场仍然不够成熟，信息不对称，缺少竞争者，缺少公允的中介和评估机构。大股东和政府对公司的控制力强对于同业竞争问题的解决是一种优势，但是信息不对称和公允评估机构的缺失则造成了重组的困难和问题。信息不对称使得中小股东无法获得有关资产的真实信息，而不评估机构的利益决定于公司的控制者从而无法给出公允的价值评估，这种现象一方面使得重组交易不够规范，中小股东对资产的价格不信任，另一方面迫使公司重组时必须给予中小股东明显的溢价补偿才能获得通过，而这无疑增加了重组成本。
股权结构和资产质量复杂
很多上市公司的母公司分支众多又相互持股，股权结构复杂，在进行资产重组时要协调各方的利益，因而成本很高、过程很长。如果公司规模庞大、分支众多，整体上市则具有较高的风险和成本，为了解决同业竞争问题而仓促进行整体上市就会得不偿失。竞争性资产的整合必然要面临资产质量差别的问题，与上市公司业务构成竞争的业务可能有较高的质量也可能是垃圾资产，如果将垃圾资产整合到上市公司则会影响到上市公司的未来发展，如果将优质资产整合到上市公司则要面临资产所在公司的反对。为了保障员工的利益，有时候资产交易时只能将一些非主业资产与主业资产打包交易，这无疑会增加重组的成本和上市公司的负担。
投机性的股票市场
在投机性较强的市场中，股票价格不反映其内在价值，这为上市公司的资产重组和同业竞争的解决带来了困难。在涉及股权交易的重组中，股票尤其是流通股的价值要以市场价值为依据来计算，公司进行重组的时机选择就变成了一种重要的因素。比如在整体上市的换股IPO模式中，集团公司要用自己的股票来换上市公司流通股。集团公司没有上市，因而其价值以净资产为基础来估计，而流通股则以市价为基础，这时公司选择在牛市中进行整体上市与在熊市中进行就会有巨大的成本差别。大股东对公司具有控制权，拥有选择重组时机的权力，投机市场中股价与内在价值的偏离就可能被利用。市场的波动过大过快则给重组决策带来了较大的不确定性，公司可能在重组决策过程中发现股市有下跌的可能，从而停止重组等待更有利的市场价格。总之，投机性市场的价值失真和波动性是重组的实施增加了困难和风险。

通常意义的同业竞争是指两家或多家公司在市场、渠道、资源等方面存在的竞争关系，是市场健康有效运行的必备条件。上市公司的同业竞争关系则是指上市公司所从事的业务与其控股股东（包括绝对控股股东与相对控股股东）、实际控制人及其所控制的企业从事的业务构成或可能构成直接或间接竞争的关系，是一种“自我竞争”。同业竞争问题在公司治理理论中属于委托代理问

题，属于控股大股东与中小股东之间的代理关系问题。控股股东用其控制力影响“竞争”，从而进行利益的转移。与关联交易不同，同业竞争中的利益转移发生在竞争关系中，难以判定也难以量化，因而监管困难，这使得同业竞争关系成为大股东侵占中小股东利益的方便渠道。

大股东侵占中小股东的利益，导致投资者对市场的信任度降低，使资本市场的公平性和有效性受

到破坏，加大市场的投机性，由此导致的各种违法违规行为也会增加。投机行为则使资本市场的资源配置机制被扰乱，使股市不能为宏观经济的运行状态提供合理的指示指标，同时不利于进行长期价值投资的机构投资者，会阻碍机构投资者在股票市场中的发展壮大。因此各国的法律和证券法规对同业竞争关系都是禁止的态度。中国在公司的上市、再融资、重组、收购等方面都对禁止同业竞争关系做出

了明确的规定。

对上市公司同业竞争进行监管的前提是能够对其进行明确的判定，同业竞争关系的判定主要包括竞争方的判定和竞争业务的判定两个方面。除了同时受国家控股的公司之间不构成竞争方之外[根据《企业会计准则第36号——企业关联方披露》第六条，仅仅同受国家控制而不存在其他关联关系的企业不构成关联方]，竞争方的范围则不仅仅包括控制者本身，还包

括其控制的企业、其亲属及亲属控制的企业。业务竞争性的判定应遵循实质重于形式的原则，同一个行业中的企业可能并不构成竞争，而不同行业的企业间则可能存在竞争。主要的竞争形式有当前业务的竞争、潜在业务的竞争、资源的竞争和投资机会的竞争四个方面，除此之外，市场中可能存在的竞争形式多种多样，只要是实质上构成了竞争关系，涉及到公司的利益，就可以判定为构成业务竞争。

解决思路和建议

无论是资本市场的问题还是解决同业竞争的困难都与政府部门的干预和国有企业的改革有很大关系，这些困难很难通过市场力量进行克服，只有借助于国资委和证券监管部门的推动。为此，本文建议：

首先，由国资委推动国有企业进行辅业剥离，成立专门的资产运作公司对国有企业的社会性职能等业务进行整合收购，使国企的劣质资产负担替换为可明确估价的负债。国有企业在上市或整体上市的时候经常要面临资产质量不符合标准的问题，由于无法估计其具体价值，劣质的资产又很难转让。如果将劣质资产替换成可明确估价的现金或负债形式，则企业的资产重组和整体上市中的资产定价就更加明确，从而容易获得投资者的认可。剥离出来的劣质资产则由专业人士进行改革和管理，能改良则改良，不能改良则靠时间慢慢消化。

第二，推动部分改制的国企整体上市，先从符合条件的中小规模企业开始，慢慢地向大型国企过渡。企业整体上市面临的风险很大一部分来自于证券市场的监管，整体上市以后集团公司就要对市场进行信息披露，行为也要受到投资者和监管部门的监督，尤其当现金充足，不需要扩大融资平台的时候，企业就更没有动力整体上市。这种情况下只有利用国资委的控制力才能有效推动国有企业的整体上市。

第三，从法律法规上为整体上市创造条件。整体上市是中国资本市场中近几年出现的新概念，中国并没有关于整体上市的系统的法律法规。从本质上来讲，无论是换股IPO、换股合并还是定向增发都属于重大资产重组的一种，企业在整体上市过程中同样面临着监管风险。审批时间过长，审批标准不明确是整体上市过程中同样存在的现象。为了鼓励符合条件的企业进行整体上市，监管层在审批时间和审批标准上对整体上市企业进行适当放宽，释放监管层对整体上市的支持信号。另一方面加紧对关联交易、违规占款、违规担保等问题进行清理，因为只有整体上市才能一次性解决所有问题。对整体上市的支持还体现在法律法规上，制定一套完善的法规并公开公平地执行，能够大大地降低整体上市的监管成本，提高企业整体上市的效率。

集团公司进行整体上市之前必须有三年以上的信息披露。非上市公司尤其是大型的集团公司的信息平常难以获取，投资者和监管部门处于信息不对称之中，因此为使整体上市更加规范并能获得投资者的认可，要求集团公司整体上市之前三年按照上市公司的标准进行信息披露。

第四，为公司的资产重组创造良好的环境。公司资产重组的法规包括重组的审批程序、资产的评估标准、股东的决策范围、股票的停复牌规则等等。资产的评估对于定价是资产重组过程中的关键步骤，但是监管部门对于资产的定价标准一直没有制订统一的规则，到底是按市值定价还是按账面净值计价，评估机构的资质如何界定等问题也没有统一的标准。监管机构在对重组方案审批的过程中往往受一些其他因素的影响，对不同的案例采取不同的标准。利用审批权对企业的资产重组进行控制、释放一些政策信号以达到特定的宏观调控目的，这虽然丰富了监管部门的调控手段，但是资产重组市场却无法建立透明、稳定的秩序。在一个没有固定规则的市场中，资产重组面临的来自监管层的风险大大升高，这提高了资产重组的成本和门槛，阻碍了资源的高效流动和合理配置。

为了降低资产重组成本的不确定性，建立透明、高效的资产交易市场，监管部门在审批过程中应该执行统一公开的标准，减少其他因素的影响。从资产重组的决策、实施、定价到重组的监督、反馈、公告等方面都进行完整详细的规定。每隔一段时期按照市场的最新发展对法规进行调整，监管部门的作用由审批逐渐向核准再向注册转变。一步到位的改革可能难以实现，但是在市场逐步发展的过程中监管部门可以从某些审批功能开始渐进地退出，交由法规和市场来完成。

第五，推动和改进资产评估机构。无论是整体上市还是资产重组都无法避免资产评估的问题，资产定价的合理与否是方案能否得到股东和监管层支持的关键，也是关系到交易双方切身利益的问题。由于信息不对称和评估方法本身的缺陷，资产的定价过程中存在着很大的操作空间，评估机构也就成了定价的关键。

在当前的重组运作中，评估机构是由公司的控制者聘请并向其支付酬金，这将很难保证评估机构的公正性。为了使评估机构真正地实现独立和公正，重组过程中应该由股东大会决定评估和中介机构的选择，酬金也应该由股东大会代表公司进行支付。监管部门可以做出新的规定，公司重组或上市需要的资产评估机构不由公司的董事会或管理层选择，而是由独立董事或者大股东回避表决的股东大会投票选择。建立对评估机构的问责机制，事后发现出现重大资产价值失实的要由评估机构负主要责任。

课题主持人:杨朝军 廖士光

课题组成员:仲健心 王海涛 沈业基 王博

同业竞争的主要成因

平台，导致了中国上市公司中大量的违规担保、母公司占款等情形。随着资本市场的发展，市场容量大大增加，分拆上市导致的上市公司小型化的后果渐渐显露出来。大盘蓝筹股是股权市场健康和稳定的保证，而分拆上市使得中国资本市场中的上市公司小型化，大型企业集团很多选择在海外上市，这为中国资本市场的投机性提供了土壤，成为资本市场健康发展的障碍。

早期的审批制是针对所有上市公司的政策，但是通过部分改制上市的国有企业占了上市公司的大部分。与此相应，国有企业在改革过程中的战略重组也是同业竞争问题产生的一个重要来源。国有企业战略性重组与国有经济布局调整过程中，央企集团的合并、地方国有企业的合并以及央企收购地方国有企业集团等日益增多，重组过程要承担保护中小股东、维护稳定和符合产业政策等责任，市场化程度明显过低。在此情况下，由于上市公司的业务与直接控股股东及其竞争方之间出现了业务重合的情况导致上市公司被动产生同业竞争。本研究统计显示，约30%的问题是公司上市之后产生的。部分国有企业资产规模庞大，下属公司众多，在整合过程中尤其容易产生同业竞争问题且解决困难。部分公司由于种种原因出现经营危机，为了缓解危机、处置风险而进行资产重组并引入战略投资者。资产和股权

同业竞争的解决方式

一般而言，解决同业竞争问题只能从两个方面入手，消除竞争性业务和消除竞争性股权关系。消除竞争性业务是通过资产重组将竞争性业务进行整合或者处理，将与上市公司构成竞争的业务整合到上市公司之中或者剥离给无关联的第三方。消除竞争性股权关系则是指通过集团公司的整体上市使得投资者直接持有集团公司的股份，没有控股母公司也就没有同业竞争、关联交易等问题。处理同业竞争问题最常見的四种方法是监管与承诺、托管与租赁、资产重组和整体上市。

监督与承诺是处理同业竞争问题最方便的方法，由大股东做出避免竞争的承诺。这种方法优点是成本低、方便快捷，缺点是只约束大股东的行为而没有同业竞争关系上的实质性改变，因此只能作为过渡时期的一种临时手段。

托管与租赁是指同业竞争的双方将竞争性业务通过托管或租赁的方式集中到一家公司的控制之下，以此消除同业竞争关系。这种方法消除了竞争性业务，但是仍然不够彻底，而且有很多资产不适合进行托管或租赁。虽然比监督与承诺方式更好地解决了竞争，但是托管与租赁方式仍然只是被用作过渡方式。

资产重组则通过对竞争性资产进行买卖整合彻底地消除了同业竞争关系，主要有现金购买、资产置换、定向增发等三种方式。资产重组可以彻底地消除同业竞争关系，业务的整合可以产生协同效应和规模效应，而且应用范围广泛，从历史遗留的问题到新产生的问题，从占公司业务比重较大的主营业务到较小的非主营业务，都可以解决。资产重组的风险则来自于业务的整合，如果整合不利，就会面临业绩的下滑或者高昂的重组成本。

整体上市是指上市公司的母公司

将其非上市部分改制上市，并与原上市公司整合为一家上市公司，以改变集团公司分拆上市的状态。整体上市能够改变母公司控股上市公司的格

局，因而在消除同业竞争的多种方法中是最彻底的一种。用整体上市方式解决同业竞争的企业其末上市部分资产质量必须达到上市的要求，企业尤其是国企的上市必须得到监管部门的批准，而且上市过程中涉及较大规模的资产交易和定价，容易产生内幕交易、资产价值高估等不规范现象。

与整体上市相比，资产重组方式适用范围广，方式灵活多样，风险和成本较低。从企业角度看，选择资产重组方式能够解决同业竞争问题又可以避免发生重大的股权结构变动，在时间上比整体上市灵活，可以随时解决企业发展过程中产生的同业竞争问题，也可以在企业上市之前对资产业务进行微调，便于企业选择最优的市场时机进行重组。从市场角度看，资产重组没有引起上市公司股权结构的大变化，只是对上市公司的业务进行了优化调整，因而对市场的影响较小。但是，资产重组不改变母公司控股的股权特点，因而对于母子公司之间的关联交易、违规担保等问题无能为力。

整体上市则比普通资产重组复杂得多。从企业角度讲，整体上市能够使集团公司直接上市融资，扩大融资平台，同时使资产在市场中得到价值的认同和提升。但是整体上市成本较高，对资产要求较高，而且风险较大，不满足特定条件的企业一般不会选择这种方式。从市场来看，整体上市不仅能够彻底地解决同业竞争问题，而且能消除上市公司的母子公司股权结构，关联交易、违规担保、母公司占款等问题也随之解决，对于国有企业的改革和资本市场的规范有积极的意义。同时，整体上市能够扩大市场的股票供给量，催生大盘蓝筹股，对于抑制投机、维持资本市场的稳定有重要的作用。从某种意义上讲，整体上市对于早期分拆上市的一种纠偏。

对于解决同业竞争问题，资产重组和整体上市都是有效的方式，但是整体上市对资本市场的发展和国有企业的改革有积极意义，因此应该是优先的选择。随着中国资本市场20年来的改革和发展，市场成熟度不断加深，监管经验不断丰富，各种问题逐步得到解决，但是与西方发达国家相比，中国的资本市场仍然存在着很多问题，如同业竞争、关联交易、违规担保、上市公司小型化、行政干预、市场投机情绪过高等。国有企业的改革过程也同样面临着国有母子公司之间的问题和特点，部分改制成为推进国有企业改革的重要障碍。为了使资本市场更加规范和有效，国有企业治理结构更加合理，分拆上市和国有企业部分改制问题的解决已经成为迫在眉睫的任务。整体上市不仅是解决同业竞争问题最彻底的方式，也是资本市场发展和现代体制变革过程中的必然趋势，对于建立公开有效的资本市场秩序、推进国有企业的改革都有积极的意义，因此解决同业竞争问题不能头痛医头脚痛医脚，从资本市场的角度改革其弊端才是根本的解决办法，应该针对资本市场存在的问题和特点，拟定相关的政策来促进同业竞争问题的解决。

虽然整体上市是解决同业竞争问题最优的选择，但是适合实施整体上市的企业在资产质量和管理能力上必须满足严格的条件。除此之外，整体上市只适合解决已经存在的集团内同业竞