

新国资管理改革下的 PE 机遇

2014 年 1 月



目录

1.1.	引言	2
1.2.	国有资产管理改革再加速	2
1.2.1.	政策基调：混合所有制	3
1.2.2.	尝试向管理资本转变	4
1.2.3.	逐步放开竞争性行业	4
1.3.	国有资产管理资本化机遇	6
1.3.1.	资本拓展 1.0 模式	6
1.3.2.	国企造血 2.0 模式	8
1.3.3.	资本协作 3.0 模式	10
1.4.	既往国有资产管理发展借鉴	11
1.4.1.	我国国有资产管理历程	11
1.4.2.	外国国有资产管理经验	13
1.4.3.	上海模式参考	16

1.1. 引言

国有资产管理是指对所有权属于国家的各类资产的经营和使用,进行组织、指挥、协调、监督和控制的一系列活动的总称,其基本目标是实现国有资产的保值与增值。广义的国有资产管理是指作为国有资产所有者的各级政府实施所有者权利的一系列行为的总称;而狭义的国有资产管理则是指国有资产的授权经营者依照法律和国家的授权所实施的国有资产经营行为的总称。

过去三十年间,我国国有资产管理及国企改革已经历三大阶段多轮次调整,初步构建了适合中国特色环境的国有资产管理体制,尤其是在国资委成立后的十一年间,国有资产管理取得斐然业绩,但在此过程中,改革核心步伐滞缓现象日益突出,国有资产管理亟须在新的环境下推动前进。十八届三中全会已明确将深化改革推向市场,我国国有资产管理将进入新一轮黄金发展期,在此过程中有望连带产生巨大投资机遇。

投中研究院依托对我国股权投资市场多年研究和对国有资产管理改革的长期跟踪,专题探讨本轮国有资产管理改革与股权投资的交联关系,其中重点关注以下几个方面:

- 以国资管理平台为主体,直接开展股权等投资业务
- 以国有企业为投资标的,吸收多方资本推动混合所有制经济
- 国有企业与投资机构协作,共同设立私募基金开展股权投资

本报告从我国既往国有资产管理改革路径、改革政策导向、代表性探索模式等方面梳理我国国有资产管理现状和发展趋势,结合国内外国有资产管理特点及我国 PE 行业特征,探讨分析我国国有资产管理改革过程中的投资机遇,以供各级国有资产管理中心、投资机构、第三方服务等相关机构参考。

1.2. 国有资产管理改革再加速

自十八届三中全会决议发布起,我国国有资产管理已进入新一轮跨越式发展期,本轮改革着重强调以管理资本为核心,发展混合所有制经济,放大国有资本的影响力,吸引民资、外资等社会资源参与国资改革,支持各类企业“走出去”参与全球资源配置,不断激发国有资产及国企改革创新的动力和转型发展的活力。

以管资本为主加强国有资产监管意味着在管理上将出现多重转变:其一,从管理全口径资产向管理出资人投资资本的转变;其二,从管理企业经营者到管理投资企业董事会代表的转变;其三,从管理企业重大事项向部分委托董事会授权管理的转变。

1.2.1. 政策基调：混合所有制

“允许更多国有经济和其他所有制经济发展成为混合所有制经济。**国有资本投资项目允许非国有资本参股**。允许混合所有制经济实行企业员工持股，形成资本所有者和劳动利益共同体。”

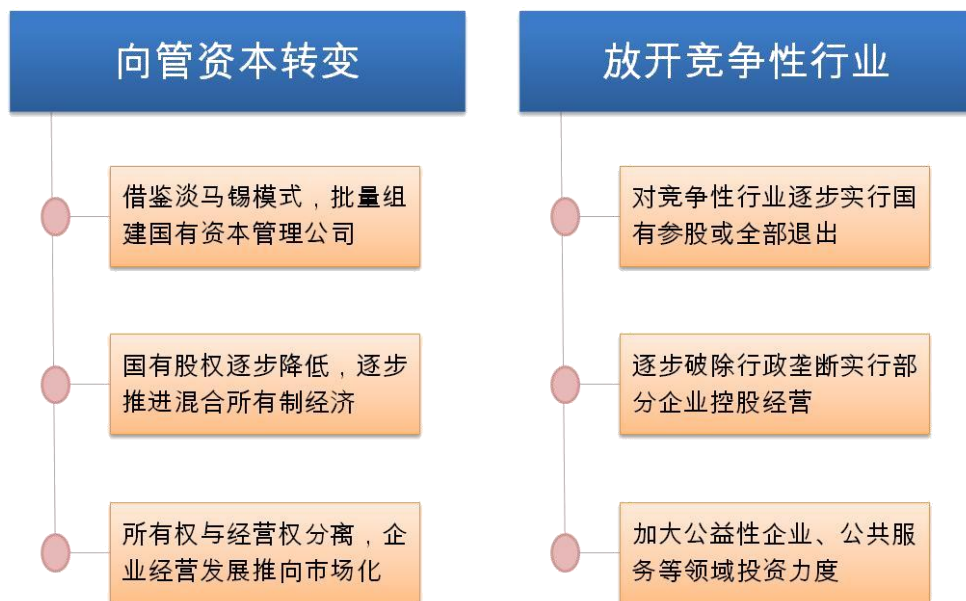
“完善国有资产管理体制，**以管资本为主**加强国有资产监管，改革国有资本授权经营体制，组建若干国有资本运营公司，**支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司**”。

“准确界定不同国有企业功能。国有资本继续控股经营的自然垄断行业，实行以政企分开、政资分开、特许经营、政府监管为主要内容的改革，根据不同行业特点实行网运分开、**放开竞争性业务**，推进公共资源市场化。”

资料来源：《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》

2013 年末，《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》（简称《决定》）、十八届三中全会决议已对国有资产管理及国有企业改革在顶层设计方面定好基调。接下来，在习李班子的领导下，我国国有资产管理及国企改革将进入新的发展阶段，围绕“向管理资本转变”和“放开竞争性行业”两个维度逐步展开推进。

图 1：国有资产管理改革政策趋向



资料来源：《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》、投中研究院

目前中央及地方政府关于国有资产管理改革框架已初步形成统一意见，上海、广东等地

已经率先开展探索尝试，预计春节之后，“深化国有企业改革的指导意见”与“关于完善公有制实现形式的指导意见”有望相继出台，在国企分类监管、股权激励、扩大对民资开放等方面给予更加明晰指引。

1.2.2. 尝试向管理资本转变

本轮深化国有资产管理改革的核心是从过去以管国企为主的模式向管国有资本为主模式转型，更好地体现国有资本出资人的角色。《决定》已指出：完善国有资产管理体制，以管资本为主加强国有资产监管，改革国有资本授权经营体制，组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司。

根据国资委相关表述，国有资本的投资公司将以产业资本投资为主，着力培育产业竞争力。未来，国资委未来将采取“管多、管少、不管”并举策略，突出市场化的改革措施和管理手段，不干预企业的具体经营活动，不干预企业的法人财产权和经营自主权。

其一，充分借鉴新加坡淡马锡模式，国资委根据职能不同分别建立省/市等不同级别不同侧重点的国有资本投资公司/管理中心，承担所辖国有资产的管理责任，逐步改变以往以管理企业为主要手段的管理模式。

其二，对国有企业进行分类甄别，根据各国有企业的实际情况，推行个性化实施方案，陆续降低国有股份比例，引入非国有资本及不同类别国有资本进入，推动大多数国有企业加快实现混合所有制¹。

其三，严格推行所有权和经营权分离机制，以“市场在资源配置中的主导地位”为指引，突出市场化改革措施，尽全力实现监管职能部门不涉入企业的具体经营管理，达到充分放权初衷，同时加大激励体制建设。

总体来看，在开展向管理资本转型过程中，基于现有资产的资本化运作已经成为下一步改革工作的重点推进方向。其中在推动部分国有资产退出变现和重组整合过程中将激活庞大体量的投资市场，在放权过程中有利于传统僵硬的国企运营体制逐步探索市场化运作机制，逐步参与以民资企业为主的充分性市场竞争。

1.2.3. 逐步放开竞争性行业

从产业经济布局来看，我国国有经济布局很不合理，大量国有企业分散于下游竞争性

¹国务院国资委主任张毅 2013 年 12 月 26 日在中央企业、地方国资委负责人会议上部署 2014 年工作时也明确表示，在发展混合所有制方面，要鼓励民间投资主体积极参与国有企业改制重组和国有控股上市公司增资扩股，积极引入股权投资基金参与国有企业改制上市、重组整合、国际并购。在有条件的企业和领域加快向非公资本推出一批符合产业导向、有利于转型升级的合资合作项目。

领域，形成乱而弱的困局。国资委统计数据显示，在 2010 年统计 124455 户国有企业中，基础性行业占 27.47%，一般生产加工行业占 20.38%，商贸服务及其他行业占 52.15%，70% 以上的国有企业仍分布在一般生产加工、商贸服务等各类竞争性领域中²。

针对国有企业分布现状，对不同功能的企业进行分化处理已势在必行，在《决定》和三中全会决议中，关于公益性领域、自然性垄断行业已经初步界定，稍后国资委、国务院发展研究中心等部门陆续对国有企业分类做了探索性归纳。立足于国有股份逐步下降并适度退出的改革精神，投中研究院认为，随后两三年内在不同类别国有企业中，国资委将分别采取灵活处理方式，其中商贸类、一般生产加工类等竞争性行业有望成为改革的先头兵：

其一，竞争类国资国企以经济效益为导向，在市场竞争中实现自身效益最大化。

商贸服务、一般性生产加工等竞争性行业，不处于国有资产未来重点发展方向和功能之中，属于不需要国有资本控制、可以由社会资本控股的领域，国有资本可以采取国有参股的形式，或者是可以全部退出。未来将会大量出现资本与民营资本重组，国有资本出让控股权甚至完全退出，将成为新一轮国有企业改革浪潮的先行者。

其二，公共服务类国资国企以服务百姓，确保城市平稳有序运行为目标，追求企业社会效益，以运营效率、服务质量、运营安全等为考核指标。

在基础建设、公众服务等领域，以非营利性服务为核心不断加大国有资本的投入力度；在养老、医疗、教育等领域，基于社会保障职能加大国有资本的投入规模，同时构建好支持服务体系大量吸引引入民间资本进入。

其三，功能类国资国企以完成各类重大专项及贯彻重大战略方针为主，经济效益在考核中的重要性降低。

对于涉及国家安全的少数国有企业、国有资本投资公司、国有资本运营公司将坚持采取国有资本的形式；涉及国民经济命脉的重要行业和关键领域将采取适度开放措施，保持国有绝对控股底线；涉及支柱产业、高新技术等行业的国有企业采取一对一更加灵活的处理机制，保持国有相对控股地位。

综上所述，竞争类国企的重组、退出等运作与资本市场的对接空间最大，无论是民间资本、外资还是不同级别的国有资本会将本领域作为重点关注对象。在竞争类领域中，零售业的市场化步伐相对领先，现金流状况较好，而且其市场比较分散，企业竞争力继续提高，投中研究院认为该领域将成为今年资本对接的主要突破口。

²国务院发展研究中心，深化国有资产管理体制改革的思路，邵挺

1.3. 国有资产管理资本化机遇

从既往发展历史看，在国有资产管理过程中，资金匮乏始终是相对次要的要素，管理制度、激励机制等体系的不健全是制约国有资本发挥更大力量的核心要素，在传统国有资本一支独大的格局下，即便有第三方机构提供咨询支持等服务，也很难从内部实现革命性创新。而在开展资本化运作的过程中，非国有资本逐步被引入到混合所有制中，各方资源随之被导入进来，优秀的人才、先进的管理、市场化的运营体系等可以弥补国有企业的短板。

股权资本是中国资本市场中重要的一个分支力量，它通常由非国有的市场化资本构成，管理团队由具有丰富经验的专业人员组成，借鉴吸收海外成熟管理模式，以市场化方式运作。股权资本可以在国有资产保值升值过程中起到很好的互补作用，同时在国有企业补短板提升竞争力过程中给予有效支持。

投中研究院认为，从开展资本化运营的类别看，国有资产管理的资本化可以从三个合作模式延展：立足国有资产管理平台直接开展资本运作，这是开展资本化较为直接的操作方式；以国有企业为载体，逐步收缩国资战线实行国有股份减持盘活资产，在政策支持体系逐步完善的大环境下，随后一两年将是最佳推进时机；以国有企业乃至其他国资管理平台资本管理为核心，参与投资基金，与投资机构实现资本和投资管理的强强联手。

1.3.1. 资本拓展 1.0 模式

在资本运作过程中，以国有资产管理平台为中心的自主外延式拓展是最直接的方式，投中研究院将此类模式归纳为资本拓展 1.0 模式。从平台资本拓展的差异看，此模式大致可分为产业投资/集团、国有资本运营公司/中心两个类别。需要注意的是在过去几年发展过程中，该模式也在不断进化，除直接开展投资外，陆续演化形成依托于管理平台及国有企业出资的投资基金模式。

● 产业投资公司/集团

以中石油、中石化等为代表，公司本身在某领域具有很强竞争力，或者保持相对垄断的地位，围绕自身主业开展持续性投资行为，不断加强产业链竞争力，在相对垄断市场内为经济发展和公众服务提供更多支持。

案例：中石油管道联合有限公司

2013 年，中石油联合泰康资产及国联基金，共同投资设立中石油管道联合有限公司，其中，中国石油以西部管道资产作为出资，泰康资产及国联基金分别以现金出资 360 亿元、

240 亿元。

根据合同约定，中石油以西部管道资产作为出资，西部管道资产经评估后的价值合计 200 亿元，认缴合资公司注册资本 200 亿元，占合资公司注册资本的 50%；泰康资产以现金出资 360 亿元，认缴合资公司注册资本 120 亿元，占合资公司注册资本的 30%，其余计入资本公积；国联基金以现金出资 240 亿元，认缴合资公司注册资本 80 亿元，占合资公司注册资本的 20%，其余计入资本公积。

各方约定，自合资公司成立之日起十年内各方不会通过股权转让或者其他方式退出合资公司，十年后由中石油或指定公司回购另外两方所持股份。

以招商局集团、华润集团、平安集团为代表，公司已经涉入多个领域，其主营业务已经形成较强竞争力，在业务多元化战略布局过程中，陆续进入其他领域，在产业运营形成集团化交叉支持发展的架构，此外从财务投资角度围绕利润最大化不断开展投资业务。

● 国有资本运营公司/中心

以地方性国有资本管理公司为代表，围绕当地产业优势和发展战略布局，以资本为纽带，以当地企业为核心开展投资、并购等操作，核心目标是加速推动当地产业升级。

自建投融资平台是开展国有资产管理的最直接方式，除了国资管理中心类的投资平台外，近几年也陆续发起以国企为依托的股权投资基金。在此类架构运作过程中，市场化运作并不完善，通常着重于支持地方政府融资、参与地方企业转型升级，往往很少有民间资本参与其中。在具体运作管理中，部分投委会成员由政府官员或国企高管担任，较难遵循市场化原则做出投资决策，通常以风险性较低的项目投资或政府引导性建设投资为主，除此之外，职业投资团队激励机制至今是难以解决的核心问题。

投中研究院认为，破解此类桎梏的钥匙在于多方面：核心在于立足政府管理体制的弹性创新，给予平台更大的自我管理权限，在此基础上尝试吸引多方资本进入，包括全国性国有资本、民营资本等，以相对市场化的股东架构倒逼运营体制改革。

案例：北京国有资本经营管理中心

2009 年 1 月 5 日，北京国有资本经营管理中心正式成立，这是继 2003 年 10 月北京市国资委成立后，市委市政府推进首都国资国企改革全新的探索。中心为全民所有制企业，初始注册资金 300 亿元。

中心实行以管理委员会为决策层，经营层为执行层的管控模式。中心管理委员会成员

由市国资委领导班子成员兼任（不取薪），管理委员会主任由市国资委主任兼任；执行层按市场化方式选聘，实行任期责任制。

中心职责可分为六个方面：

其一，实现市委市政府战略意图的产业投资平台；

其二，以市场方式进行资本运作的融资平台；

其三，推动国企改革重组、实现国有资本有序进退的产业整合平台；

其四，促进先导性产业发展和企业科技创新的创业投资平台；

其五，持有整体上市或主业上市企业的股权管理平台；

其六，企业实施债务重组以及解决历史遗留问题的服务平台。

目前各省市国有资产管理系统的出现 1-2 家省级国有资产管理中心类机构，由于不同原因，各平台在资本化运作方面推进不一，或实质推进或停滞不前。投中研究院分析认为，在本轮改革风潮下，预计各省市陆续推出 2-3 家独立运作的国有资本管理/运作中心，在传统产业投资之外尝试加大股权投资业务力度；与此同时，在国有资产相对集中的地级市也将成立 1-2 家同等性质机构，负责辖区内国有资产的资本化运作。

1.3.2. 国企造血 2.0 模式

实践证明，发展混合所有制经济，比较可行的基本方式是成为公众公司、实现整体上市。在上一轮国有资产管理改革过程中，对优质国有企业进行改制重组上市的模式一度在各地集中推广，形成较为批量化投资机遇，在此期间形成弘毅投资等一批专业化运作机构。随着国资改革的推进，资本市场上关于国企上市公司的并购重组将更加风生水起，投中研究院将此类模式归纳为国企造血 2.0 模式。

并购重组将主要表现为三种主要形式，即大股东优质资产注入、战略转型及引入战略投资者、向行业上下游及跨行业并购。回首 2013 年，发改委、证监会等部委对鼓励推进并购重组业务陆续推出多项政策，如：《关于加快推进重点行业兼并重组的指导意见》，鼓励汽车、船舶、电子、医药等九大行业加快兼并重组；证监会推行并购重组分道制，在简化审批、提高效率的基础上，加速了上市公司兼并重组的步伐。

在政策影响下，2013 年中国市场出现异常火热的现象，尤其是在手游、文化传媒、医疗健康等领域掀起极其罕见的过热现象，根据 CVSource 投中数据终端显示，2013 年中国并购市场宣布交易案例数量 5233 起，披露金额案例数量 4496 起，披露交易规模 3328.51 亿美元，与去年同比分别增长 17.15%、21.35%、5.72%，并购数量和并购规模均为近 7 年来最高。

投中研究院认为，在政策组合拳的影响下，并购重组的氛围已经构建完成，但借壳上市的动力和诱惑力已经大幅缩水，市场需要有新的突破口爆发。近几个月来沪市深市国企上市公司相继集中停牌筹划重大事项，以国资整合将为主体的并购重组将成为 2014 年中国并购市场的核心动力之一。

案例：绿地集团

2013 年 12 月 19 日，上海联合产权交易所公布了上海国有企业绿地集团增资扩股结果，平安创新资本、鼎晖嘉熙、宁波汇盛、珠海普罗、上海国投协力发展等五家 PE 机构抢得筹码，5 家机构以 5.62 元/股的价格联合向绿地增资 117.29 亿元，将占绿地扩股之后股本的 20.14%。

平安创新资本、鼎晖嘉熙、宁波汇盛、珠海普罗、上海国投协力发展等五家 PE 机构抢得绿地两成股权。五家机构分别认购 10.37 亿股、4.44 亿股、4 亿股、1.04 亿股和 1 亿股，合计认购 20.87 亿股，增资单价均为 5.62 元/股，认购成本分别约 58.3 亿元、25 亿元、22.5 亿元、5.9 亿元和 5.6 亿元，合计耗资 117.29 亿元。

而在绿地现有的股本结构中，绿地职工持股会占 36.43%，上海城投占 26%，上海地产集团占比 25.03%，上海中星集团持 9.65%，上海天宸股份持 2.89%。而上海城投、地产集团和上海中星均为上海市国资委下属企业，即上海国资通过 3 家公司持有绿地集团约 60.68% 的股份。

投中研究院认为，绿地增资扩股是我国对国有企业进行资本化运作的典范之作，目前各地存在大量由省市国资独资或高比例控股的国有企业，在对此类企业改造推向资本市场的过程中，国资持股过多的问题是必须解决的核心困难。此前，政府对国企改革的理念未能有效放开，故而在国有持股方面未曾开展降低持股权的尝试，在新一轮的改革理念中，针对不同企业特点适当下调国资持股比例激活国资力量已经达成共识。在绿地案例中，平安集团旗下平安创新资本和国家开发投资公司旗下国投协力发展共同参与，这表明上海有意探索中央和地方国有资本共同参与资本运作的思路。

十八届三中全会进一步明确，要积极发展国有资本、集体资本、非公有资本交叉持股、

相互融合的混合所有制经济。新一轮国资国企改革提出，积极发展混合所有制经济，引入股权投资基金参与国有企业改制上市、重组整合、国际并购。这极大地调动了私募股权基金的参与热情，目前诸多 PE 机构专门成立了工作小组，以对接国资国企改革的机会。从协作角度看，PE 的运作团队体现出专业化特征，背后资金来源也更为多样化，在战略合作过程中能够在机制创新上助力国资国企改革。

鉴于涉及国企事宜的特殊化管理，投中研究院认为中短期内这一市场还处于观望大于实操的状态，在竞争类国有企业中，民间资本融入的可能性较大，尤其是在仅涉及少量股权的交易中；而对于涉及大宗股权投资及非竞争类国企改制过程中，民间资本的融合性将大大折扣，故而在国企重组上市过程中将出现其它国资背景机构以及部分具有丰富国资改制经验机构为主的现象。

在实际操作上，国有资产和民营资本的联姻存在诸多难点，在被动并购领域可能有更多合作机会，而在主动并购投资领域民资参与相对困难。相对于国企复杂的运作流程和诸多限制，市场化投资机构更加倾向于跟纯民企打交道；与之相对应，此前曾在国企改制过程中取得丰富经验的少数投资机构将在其中发挥更大作用。

1.3.3. 资本协作 3.0 模式

在前几年股权投资市场发展过程中，投资机构少有与国有企业开展资本协作的先例，在新一轮国企改革的过程中，以国企资本或国有资产管理中心资本为纽带开展市场化资本运作的探索逐步升级，PE 机构联合国企设立并购基金/产业基金的例子会不断增多，投中研究院将之归纳为资本协作 3.0 模式。

投中研究院认为，德益消费升级产业基金、海通并购资本管理有限公司等基金的运作模式可以看为以往与引导基金合作基础上升级而成的与国有企业合作的资本合作 3.0 模式。在国有资本参与型股权投资基金中，通常由职业团队主导设立 PE 基金，国资不干预基金人事薪酬，不参与具体项目决策，国有投资监管中的投资项目审批制和项目审计制度不再使用，这种模式能够以更加市场化的方式运作，更好的实现国有资产保值增值的目标。

换个角度看，此类基金运作的对象多围绕主要出资方意图触及或延伸产业链的方向所在，在传统国企自行改革造血过程中，往往因为僵硬的管理体制和陈旧的运营理念很难迎接市场化企业的挑战。但通过此类投资模式，企业方以变通化手法锁定目标主体，使国企并购整合更高效，实现产业链延展预期，与此同时投资机构增加退出渠道、提高退出效率、降低风险。

案例：德益消费升级产业基金

2013 年，益民集团携手德同资本共同发起设立“德益消费升级产业基金”，通过利用德同资本的资源优势及其各种专业金融工具放大益民集团的投资能力，以产业整合与并购重组等方式，专注于投资消费连锁行业和电子商务及其他新兴渠道的消费类企业，以及收购海外知名或有特色的消费连锁品牌整合后发展国内业务。

该基金目标规模 7.5 亿元，益民集团作为基石投资人出资 2.36 亿元，基金管理人德同资本旗下管理公司出资 1400 万元，基金管理人向市场配套募集 5 亿元。德益消费升级产业基金成立后，由德同资本提供日常运营及投资管理服务，基金存续期为 5 年，其中前两年为投资期，后 3 年为项目回收期。

1.4. 既往国有资产管理发展借鉴

我国国有资产管理的革新路困难比较多，与欧美及东南亚其它国家有所不同，故而探讨新一轮国有资产管理改革机遇在当前政策引导基础上，还需借鉴参考既往改革路上的难点和弯路，

1.4.1. 我国国有资产管理历程

我国国有资产的构成最早源于建国前各根据地陆续构建形成的资产，建国后通过大规模国有化逐步形成现有国有资产的主要内容。对国有资产最初的管理模式主要参考借鉴苏联的经验，伴随着我国经济由计划经济向市场经济接轨，国有资产管理理论的探索和管理模式的尝试逐步由行政管理向产权管理过渡，并逐步向资本管理转型。

过去三十年间，国资管理和国企改革已经经历了数轮调整，总结出一些经验，总体来看，我国国有资产管理改革平均五年左右规划确定阶段性方向，每年进行适当的微调和创新。从阶段性发展重点来看，既往国有资产改革可分为三个阶段：

§ 1978 年-1992 年 初步探索期：放权让利 抓大放小

自 1949 年建国至 20 世纪 90 年代初期，我国国有资产一直被作为非商品性质的资产进行管理，在传统计划经济体制下，对国有资产管理经营的目标是追求社会效益最大化，其管理体制完全套用行政管理的模式。

在此期间的改革思路是，通过“简政放权”使企业拥有自主权；通过“减税让利”使企

业拥有自主权，但是沿着这一思路十年的改革并未取得令人满意的结果，实践效果与改革预期出现一定程度的背离。

§ 1993 年-2003 年 制度创新期：股份改革 吸引战投

20 世纪 90 年代初，社会主义制度下计划和市场关系问题使改革陷入发展的僵局，1992 年起国有企业改革进入了企业制度创新的阶段，利用公司制度“所有权与经营权分离”的特点，使投入企业的国有资本既保持国家最终所有，又使企业成为独立的市场主体，以此来寻求国有经济与市场体制融合的有效途径。

党的十五大、十六大、十六届三中、五中全会对社会主义基本经济制度理论做了全面的阐述，明确在公有制为主体的条件下发展多种所有制经济的发展方向，在此基础上陆续提出加大国有大型企业股份改革，放宽市场准入，实现投资主体和产权多元化等目标，国有资产管理在中央政府领导下进入革新时代。

§ 2004 年-2013 年 纵深推进期：产权改革 资本运用

中共十六大之后，现代企业制度建设的继续深化、国有资产管理方式的变化和资本市场的改革使我国的国企改革进入了一个新的阶段，本阶段，国企改革依然是以抓大放小为主，同时以产权多元化和治理结构建设为中心。2003 年中央和地方国有资产监督管理委员会（简称“国资委”）的成立，这表明国家已经开始进行积极并富有成效的尝试，为构建国有资产管理的治理结构奠定了基础，此后十年在国资委的管理下，我国国有资产管理进入纵深推进阶段。

建国以来，我国经济从一穷二白的局面逐步发展形成相对完善的工业化体系，实现经济自给自足，国有资产在其中发挥着不可替代的作用，但随着经济的不断发展原有体制下国有资产的作用越来越小。在首轮改革中，削减外部行政之手对企业的管制，让国有企业自主发展激发活力是改革思路的核心点，但最终成效与预期差距过大的教训深刻，在后续改革推进过程中更加注重体系化的制度建设，尤其是完善现代企业制度、战略调整国有经济布局、完善国有资产管理体制等领域。

§ 完善现代企业制度

既往国有企业在所有权和经营权分离方面并不彻底，围绕推进国企市场化改革，应建立权责明确、管理科学的现代企业制度，夯实企业的市场主体地位，分类健全法人治理结构、分类实施长效激励约束、建立市场化选人用人机制。

具体而言，出资人机构受国家委托拥有股权，依《公司法》以股东方式行使出资人权利、履行出资人职责，承担有限责任；企业拥有法人财产权，在公司治理框架下自主经营、自负

盈亏，成为独立的市场主体。

§ 国有经济布局战略调整

国有资本由覆盖各行业、各领域，向国家必须控制的行业领域集中，减少国有资本涉足企业的数量。将十几万户企业的国有股权分散给各个国有资产管理机构，每个机构也要面对 500-1000 户企业，这样宽泛的管理幅度几乎不可能管好。但通过调整国有经济布局和“抓大放小”，减少国有资本覆盖企业的数量，并不是短期就能做到的。要坚持“进而有为、退而有序”，采取多种方式优化国资布局结构，把更多国资集中到关系国计民生的重要行业 and 关键领域，深化开放性市场化重组、发展混合所有制经济、用好国资流动平台。

§ 完善国资管理体制

坚持出资人职责定位，以管资本为主，以产权为纽带，实现更有效率、更有活力的国资监管，关键是要实施企业分类监管。在改革过程中，中央、省、地三级设立特设机构分别代表国家专职履行出资人职责，国资部门的定位与证监会、银监会不同，他是代表国家“履行出资人职责”的机构，不是“监管出资人的机构”。国资委作为国有资本运营主体，应有清晰的权力边界并排他性地集中统一行使所有权，履行出资人职责，形成强的产权责任约束，成为所投资企业的“真老板”。

1.4.2. 外国国有资产管理经验

国有资产管理是全球各国政府普遍面临的重要课题，全球发达国家经过三百余年发展已经形成相对完善的架构和运营流程，但不同国家的国有资产成因、国有资产在本国经济中所起作用、管理模式及成效等许多方面呈现多样化特点。

在以美国为代表的弱国有化意识形态中，民众对政府干预经济的信任度较低，民主党或共和党向来反对将国有化作为控制经济的主要手段或工具，通常采取市场化的方式干预经济发展。与之相对应，在新加坡、意大利等国家，国有化被作为在市场经济体制下干预经济发展的优异工具，在此基础上不断演化形成不同的管理特色。

从管理架构看，各国国有资产管理模式主要分为两个类型：其一，“三级管理模式”，在政府和企业之间设立一层国有资产管理机构，有政府授权经营。新加坡、意大利、英国等国家主要采取这种模式，其中新加坡淡马锡模式是亚洲地区的典范；其二，“二级管理模式”，由政府直接管理各种类型国有企业。美国、加拿大、法国、德国等国主要采取这种模式。

案例：淡马锡模式

1、公司简介

淡马锡控股(私人)有限公司(以下简称“淡马锡”)成立于 1974 年,是新加坡最大的全资国有控股公司,由新加坡政府通过财政部 100%控股。截至 2013 年 3 月 31 日,淡马锡拥有总值 2,150 亿新元的投资组合,在新加坡和中国的投资份额最大,分别占投资组合的 30% 和 23%。

淡马锡的投资着眼于四大主题:转型中的经济体、增长中的中产阶级、强化中的比较优势和新兴的龙头企业。它的投资组合涵盖面广泛,行业包括金融服务、电信、媒体与科技、交通与工业、生命科学、消费与房地产,以及能源与资源。自 1974 年成立以来,淡马锡复合年化股东总回报率为 16%,分别获得评级机构穆迪和标准普尔所授予的 Aaa /AAA 整体企业信贷评级。

2、历史变迁

淡马锡成立之初的定位是作为国家经济的操盘者,在筹建之时将建国期间由财政部创建的钢铁、造船等高投资、高风险企业收入旗下,以主导国内经济为重任的身份出现。在上世纪八九十年代,伴随着新加坡经济取得超高速发展机遇,淡马锡获得高额收益回报。其后,1998 年亚洲金融风暴令新加坡经济遭受重挫,迫使淡马锡将投资目光放到经济发展更加快速的中国、印度等发展中国家,由此开启其集团化管控投资模式。

在管理体制上,在管理体制方面,淡马锡始终代表政府管理国有资产,依靠产权纽带管理国有企业,采取市场化方式运作国有资本。淡马锡在市场上以独立法人面目出现,拥有充分的自主权,完全按市场方式经营,而政府在不直接参与的情况下有效实现其所有权。政府通过向淡马锡委派董事控制人事权,通过审阅淡马锡财务报告、讨论公司经营绩效和投资计划等,把握企业发展方向,并通过直接投资、管理投资以及割让投资等方式,确保国有资产保值增值。淡马锡同样不直接介入相关企业的经营和决策,而是通过加强董事会建设来实现对相关企业的有效监督和管理,淡联企业同样享有充分的经营自主权,完全按照商业原则运作。

3、投资架构

所谓淡马锡模式,就是政府——淡马锡——企业的三级监管体制,政府通过财政部持有淡马锡 100%的股权,淡马锡持有下属 44 家公司的股权,下属子公司则可以通过投资、持股、设立子公司等方式,进一步扩大资本触角范围,形成政府到企业的 6 级管理层次,控制了 500 多家公司。

淡马锡已组建企业发展部融合现有的多个平台和项目,针对起步企业的风险投资以及新商业模式,以应对日新月异的机会和需求。

蘭亭能源 (Pavilion Energy): 以 10 亿美元的初始资本设立, 基于区域对清洁能源日益增长的需求, 尤其是液化天然气供应链的相关业务。蘭亭能源将是一家独立运营的淡马锡投资组合公司, 拥有自己的董事会、管理层和运营机制。

海丽凯 (Heliconia) 资本管理公司: 为新加坡的中小企业提供成长资金。海丽凯已在几家新加坡本地公司进行了起步阶段的联合投资, 其中包括主营智能手机相机先进微光学元件的领先开发商 Heptagon 公司, 以及高性能视频游戏系统领域的领先企业 Razer。

Clifford Capital : 于 2012 年底开始运营, 重点是资助新加坡公司开拓新市场。子公司祥峰投资 (Vertex) 在亚洲及美国针对起步阶段的企业进行投资。这两家公司联同海丽凯, 为小型企业提供了不同增长阶段所需资本。

在对国有资产管理改革过程中, 从全球视角来看, 主要采取两种思路: 其一, 以私有化为手段, 改变原所有制架构; 其二, 原则上不改变所有制架构, 着眼于经营机制和经营方式的提升。

上世纪 70 年代, 受官僚主义和垄断的影响, 英国国有企业患上严重的“英国病”, 企业效率很低、效益很差、严重缺乏市场竞争力, 借助于撒切尔政府在 70 年代末发起的以股份制改造为手段的私有化运动, 英国经济在 80 年代初走出衰退, 实现二战后持续时间最长的增长。与其他国家国情不同, 新加坡政府相对廉洁高效, 并且一直坚持开放性的经济政策, 在发展过程中并未出现明显的国有经济瓶颈, 但基于长效发展的考虑, 新加坡在国有经济表现不错的情况下远见性进行私有化尝试, 通过淡马锡对参股或控股公司开展公司化、挂牌上市以及出售等处理措施, 规避国有企业自身存在的弱点。

由于淡马锡模式取得了很大的成功, 积累了丰富的经验, 被认为是国资国企改革标本。必须注意, 淡马锡模式所以能够取得成功, 关键并不在模式, 而在于真正实现了政资政企分开, 并严格依法管理。也就是说, 模式只是一种形式和表象, 能否实现政资政企分开和依法管理, 才是内容与本质。也正因如此, 在推进国资国企改革过程中, 淡马锡模式可以作为学习借鉴的经验。但是, 能否实现十八届三中全会提出的改革目标, 必须做到政资政企的真正分开以及依法管理。

所以, 在推进国资国企改革过程中, 切不要过度在乎采用何种模式, 而应当将注意力更多地放在如何实现政资政企分开和依法管理方面。其中, 最核心的内容就是政府放权, 回归到公共领域, 将资源配置的决定权和企业的经营权归还给市场和企业。

1.4.3. 上海模式参考

上海是我国国有资产管理较为领先的地区，在既往改革路中处于先锋位置，本轮改革浪潮中上海依然走在前列。2013 年 12 月 17 日，“上海国资国企改革 20 条”³正式发布，为新时期国资管理、国资布局、国有企业分别确立了目标，标志着备受瞩目的上海国资改革迈出了实质性一步，上海再次成为中国深化体制改革的“试验田”，未来 3-5 年，广大国资国企如何深化改革发展内涵，加快“市场化、专业化、国际化”目标的实现，成为大家共同关心的课题。

优化产业布局：3-5 年时间将 80% 以上国有资本集中在战略性新兴产业、先进制造业与现代服务业、基础设施与民生保障等关键领域和优势产业。

培养龙头企业：形成 2-3 家符合国际规则、有效运营的资本管理公司；5-8 家全球布局、跨国经营，具有国际竞争力和品牌影响力的跨国集团；8-10 家全国布局、海外发展、整体实力领先的企业集团；一批技术领先、品牌知名、引领产业升级的专精特新企业。

资本市场运作：利用国内外多层次资本市场，推动企业整体上市、核心业务资产上市或引进战略投资者，成为公众公司，实现投资主体多元化、经营机制市场化。

引入民资具体举措包括允许民资参与已上市企业增发、民资参与非上市国企的股份制改造、民资与国资共设股权基金等，以此释放国有资本。从当前政策和推进状况看，上海版改革重要着力点是制度尤其是监管制度的创新，以国资改革带动国企改革。

一个带动、两个提高、三个导向、四个重点是上海国资改革的关键点：

“一个带动”，就是以国资改革带动国企改革；“两个提高”，就是通过深化国资改革，提高国有企业活力、提高国有企业竞争力；“三个导向”，就是坚持市场化、专业化、国际化导向；“四个重点”，一是完善市国资委系统企业分类监管，二是深化市管企业法人治理结构改革，三是完善注重长效的激励约束机制，四是建立公开透明规范的国资流动平台。

国资流动平台建设并非一蹴而就达成，在操作上将 3 年多前成立的上海国有资本管理公司再度激活，由具体管理国资国企事务转向产业投资平台监管、最终指向资本运作与管理的“淡马锡式”。将上市公司部分股权或全部股权纳入国资流动平台，腾挪资金投入战略性新兴产业、先进制造业与现代服务业、基础设施与民生保障等关键领域和优势产业的建设等。实现国资从管企业到管资本的转变，并充分发挥国资流动平台配置资源的作用，优化国资布

³ 1.4.1. 《关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见》，2013 年 12 月 17 日发布

局和结构。而畅通国有资本合理流动渠道的背后，还有一条隐藏的逻辑链，即继续加快企业股份制改革，实现整体上市或核心业务资产上市，推进开放性市场化重组整合。

未来上海国资放权可能性非常大。首先，对优质企业大胆让权给创业者，比如之前出售家化，是上海市国资委成立以来，首次采取市场化方式大规模整体出售优质资产，为了形成更市场化的可持续发展机制。其次，对于旗下上市平台，做不出成绩的不再继续握在手中，大胆出让，让给有能力的企业借壳。

根据上海国资公布的“十二五”规划，到“十二五”末，上海国企 90% 以上的产业集团都要实现整体上市或核心资产上市。上汽集团、百联集团、建工集团等大产业集团已实现整体上市，上海国资所属待整合的资产范围大幅缩小。而今的国资整合必须朝着“纵深”发展，更加突出主业和优势，进行产业链升级。同时，未来上海国资“进退”更加张弛有度，对于部分上市平台将有更多元化的安排。

相关报告链接：

[投中年度盘点：2014 年中国 VC/PE 行业发展趋势预测](#)

研究垂询

宋绍奎 Sean Song（高级分析师）

Email: sean@chinaventure.com.cn

媒体垂询

杨丽玲 Lillian Yang（媒介专员）

Tel: +86-10-59799690-512

Fax: +86-10-85893650

Email: lillian@chinaventure.com.cn

投中研究院隶属于投中集团，致力于围绕中国股权投资市场开展资本研究、产业研究、投资咨询等业务，通过精准数据挖掘及行业深度洞察，为客户提供最具价值的一站式研究支持与咨询服务。

投中集团是一家专注于中国投资市场的领先信息咨询机构。投中集团为致力于中国市场的投资机构、投资银行与企业等客户提供专业的第三方信息产品及研究咨询服务。投中集团成立于2005年，在北京、上海和深圳设有办公室。

法律声明

本报告为上海投中信息咨询有限公司(以下简称投中集团)制作,数据部分来源于公开资料。本公司力求报告内容的准确可靠,但并不对报告内容及引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本报告只作为投资参考资料,报告中信息及所表达观点并不作为投资决策依据。

本报告包含的所有内容(包括但不限于文本、数据、图片、图标、LOGO等)的所有权归属投中集团,受中国及国际版权法的保护。本报告及其任何组成部分(包括但不限于文本、数据、图片等)在用于再造、复制、传播时(无论是否用于商业、盈利、广告等目的),必须保留投中集团 LOGO,并注明出处为“投中研究院”。如果用于商业、盈利、广告等目的,需征得投中集团同意并有书面特别授权,同时需注明出处“投中研究院”。

上海投中信息咨询有限公司
ChinaVenture Investment Consulting., Ltd.

北京市东城区东直门南大街 11 号中汇广场 A 座 7 层,100007
电话: +86-10-59799690 传真: +86-10-57636090

上海市南京西路 1266 号恒隆广场 1 座 1201 室 200040
Tel: +86-21-61919966 传真: +86-21-61919967

深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 3302 室 518048
电话: +86-755-33067695

媒体支持: 投资中国网

数据支持: CVSource 投中数据终端

