

聚焦混合所有制改革





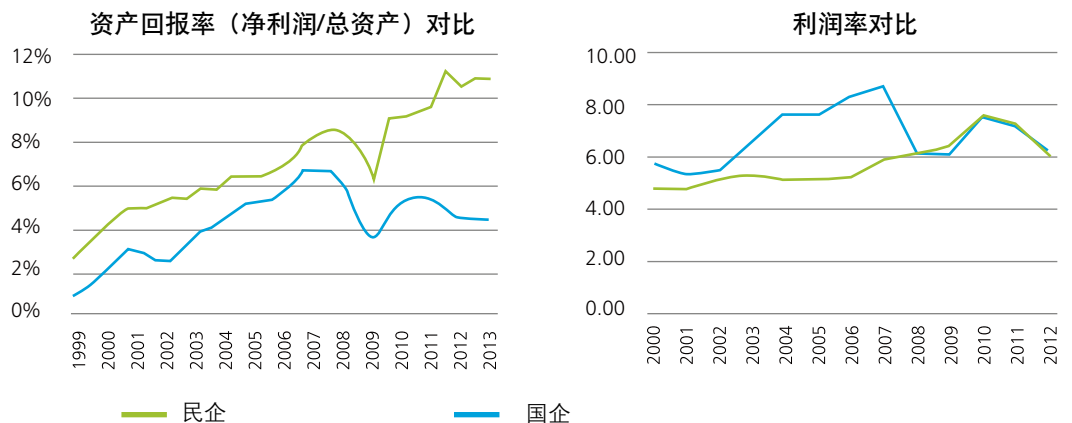
进入2015年，可以看到的利好消息是大宗商品和原油价格下跌都让中国实体经济受益颇丰。中国得以下调利率与存款准备金率，而不必担心通货膨胀。政府可以借助多种工具来注入流动资金。作为债权大国，如果中国选择适度贬值人民币，出口将得到大幅提振。为了避免2008年4万亿强刺激带来的后果，中央政府适当采取微刺激的方式维护经济增长，同时避免增加产能，环保、教育、经济适用房都是被政府看好的领域，“一带一路”新政也为中国西部发展基础设施、中国对外投资提供无限商机。同时，随着过去一年里国资国企改革政策逐渐明朗化，2015年将是国企改革全面落实的一年。力求与国企改革进程同步，德勤继国企改革系列白皮书第一辑《国企转型升级思考方向》之后，进一步从战略思考向实务操作延伸，在白皮书第二辑中聚焦混合所有制改革，从为什么混（混合所有制改革背景）、谁能混（主体）、跟谁混（对象）、怎么混（实现方式），以及混什么（机制保障）等五大方面全面解读政策，并结合现实中成功案例加以分析，希望为混合所有制改革的推进献计献策。

一、混合所有制改革的背景——为什么混？

国家推动本轮国企改革的根本目的，是在改革进入深水区，中国经济迈入“新常态”，利益、思想日益多元化的社会大背景下，增强国有经济整体的“活力、影响力、控制力”，为国计民生和国家安全服务。

进行混合所有制改革的根本目的，是要激发国企的活力和竞争力。今年两会将2015年GDP增长目标定为7%，中国经济未来发展的基调是以提升增长质量为重点的结构性调整。实体经济经历了过去几年由于全球经济萧条和国内成本剧增等不利因素导致的“寒冬”，产能过剩进一步导致企业缺乏投资和创新的动力。在2008年全球金融危机爆发之前，国企的盈利能力实际上强于民企，近年来已经接近（右图）。民企的生产效率一直高于国企，而在金融危机之后差距加大，民企的资产回报率大幅升至11%，而国企资产回报率有所下降，近年徘徊于5%（左图）。也就是说，对于一份给定资产，民企产生的收入高于国企，而两者从单位收入中赚取的利润几乎相等。我们从其他数据来源，看到的结论基本相同。这一差异源于民企更加市场化的管理机制，在针对市场情况变化时，能更快速灵活地进行调整。

图表一：国企和民企的资产回报率和利润率对比



数据来源：卡内基国际和平基金会高级研究员黄育川2014年11月26日在金融时报的撰稿《中国国企改革难有实效》

国家希望通过混合所有制，引入民企灵活的市场应对机制和管理体制创新，激发国企的活力和竞争力，同时带动非公有制经济的发展。混合所有制不是“为混而混”，对于许多国企来说，缺的不是钱，是活力。对非公有制经济来说，1997年党的十五大确立公有制为主体、多种所有制经济共同发展的基本经济制度，十八届三中全会更是明确了国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合的**混合所有制经济是基本经济制度的重要实现形式**¹。混合所有制正是非公有制经济深度参与国企改革，利用国企成熟的平台、品牌、技术和渠道，结合私营部门的灵活机制和内在驱动力，实现共同发展的机会。

进行混合所有制改革的背后考量有三：第一，通过治理结构的科学化，透明化，以更加市场化的方式让国企更有效地参与竞争并履行社会责任。第二，提高国企的资产回报率，改善国有资产效率。第三，让国企在市场化条件下保持有盈利的持续增长，不再仅仅依靠政策和政府关系盈利。

1. 十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》

二、混合所有制改革的主体——谁能混？

本轮国企改革的最大特点就是将对国企进行分类监管，不同类别的国企有不同功能定位和发展目标。**国企分类也是混合所有制等改革的前置措施，即明确哪些领域是非公资本有望进入的。**国资委初步意见和已出台的各省市国资国企改革文件中的绝大多数将国企分为竞争类，特殊功能类和公共服务类三类。但国资委于2014年12月最终定为分成商业类和公益类两类。分类的最大改变是把军工、石油、电信等原属于功能类的企业归入了商业二类，表明商业二类的有些板块可以市场化的也可进行混合所有制改革。中石化的混改最近获得了发改委和商务部批准也侧面说明了这一点。

有两个误区需要厘清。首先，混合所有制改革不能理解为“私有化”，改革过程中在不同的行业和类别的国企中，可能会产生“国进民退”或“国退民进”的结果，但都是国资优化布局的手段，为了增强国企整体的“活力、影响力、控制力”的最终目的。其次，虽然有些省市规定对竞争性国企的国有股权比例不设下限，但并不意味着一定要放弃国有控股。

虽然具体政策尚未清晰，各界对于各类企业的国有股权保留比例正在论证，但共识是应有负面清单。国资委研究中心副主任彭建国曾建议对以下七个领域的国企或业务板块，在发展混合所有制时，应列入**禁止、缓行或谨慎操作的负面清单**²：关系国家经济命脉的自然垄断领域；关系社会经济发展的重要公共服务设施；关系生态安全的自然资源领域；关系国家安全的国防、军工等特殊产业；关系国家创新能力的重要前瞻性战略产业；政策性业务强，承担特殊功能的领域；国有资本投资/运营公司。

2014年10月底成立的国务院国企改革领导小组，由国资委，发改委，财政部，人社部四部委组成，其中发改委分管混合所有制改革办法。发改委对国企的分类和股权保留比例方案已经在央企内部传阅，与国资委方案不尽相同，但总的原则是一致的，即分类别推进混合所有制改革。同时在顺序上，优先推进可全面混和所有制改革的类别，其次是可部分进行混和所有制改革的类别。

图表二：国资委对国企的分类

分类	子分类	功能定位	发展方向
商业类	商业一类	处于充分竞争行业和领域的国企	以经济效益为导向，增强国有经济活力，实现国有资产保值增值
	商业二类	关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域，或处于自然垄断行业，经营专项业务，承担重大专项任务	政企分开、政资分开，特许经营、政府监管为主的改革
公益类	——	以社会效益为导向，以保障民生，提供公共产品和服务为主要目标的企业，产品或服务必要时可以由政府制定，发生政策性亏损时政府给予补贴	进一步优化公益保障性的资源配置，加快推进主副分类改革，剥离非公益型业务

因此，处于充分竞争行业和领域中的国企将首先进行混合所有制改革。国企在考虑是否进行混合所有制改革时，最先要注意的是企业自身或企业的某些业务板块的功能定位，在分类中属于哪一类，是否在可能的负面清单之内，属于禁止、缓行或谨慎操作之列。而属于充分竞争行业和领域的国企，即国资委分类中的商业一类，则可以直接考虑一下步。

² 国务院国资委研究中心副主任彭建国2014年12月在借助资本市场规则，助力混合所有制改革研讨会上的讲话

三、混合所有制改革的对象——跟谁混？

非公经济有三种：非公企业、社会资本（资金）和自然人资本。国资委研究中心副主任彭建国也建议，混合对象为非公企业的话，最好是两类企业³：

1. 行业巨头，特别是国际巨头，让国企可以借鉴领先的管理思维和经验；
2. 或有技术优势或产品优势但资金不足、规模不大的成长型企业以实现优势互补

混合对象如果是资本的话，尽可能发挥社会资本的作用，鼓励国有企业与产业基金进行混合。同时在混合过程中要打破所有制、层级、产业及国界限制等界限。国资委研究中心主任楚序平则有不同意见，建议混合所有制对象优先考虑包括社保基金、保险基金等公众基金，优先中国投资者。

在选择跨国公司合作时，我们必须谨慎。过去用市场换技术的方式，有些结果不尽如人意。跨国公司是否真正投入技术和管理是要重点考察的内容。和民企混合时，要注意短期行为或利益输送等问题。

国企在选择混合所有制改革的对象时，也要“一企一策”，不是为混而混。首先要分析自己的业务实际和长期战略需求，是需要引入资金做大做强；还是需要引进管理经验，提高治理水平，或是需要补充某些能力，向产业链上下游延伸。在此基础上，有方向、有目的地去筛选混合对象。例如，在中石化销售公司混改中，引入加拿大零售商Alimentation Couche-Tard，希望在非油品零售业务上可以借鉴提升；引入腾讯是希望在新兴的O2O业务上有所布局和建树。

当然，每个企业的情况不同，成功案例不可复制。但国企都应借此混合所有制改革的契机，主动引入资金、新技术和创新的管理机制等，增强活力，减少对政府资金和资源的依赖，在市场化中实现可持续发展。

³ 国务院国资委研究中心副主任彭建国2014年12月在借助资本市场规则，助力混合所有制改革研讨会上的讲话

四、混合所有制的几种实现方式——怎么混？

在已经公布的各省市的国资国企改革文件中，一共谈到了混合所有制的五种实现方式：**开放式改制重组、整体上市或核心资产上市、员工持股、引入基金进行产权制度改革和引入战略投资者。**

4.1 开放式重组

开放式重组是通过业务、资产以及债务等要素的重新组合，优化业务和资源配置、减轻包袱、提高国企竞争力。比如，天津的国资国企改革方案提出按照产业相近、行业相关、主业相同的原则，通过合并、划转、并购等多种方式，推进国有企业重组；上海提出推动国有控股上市公司、非上市公司开放性市场化重组整合等。国企实施开放式重组首先要厘清发展战略，整合组织架构、资产负债和人员等运营平台，采取资产剥离、人员分流、挂牌转让及债务重组等多种手段。

开放式重组的案例

企业面临的问题：2008年金融危机之后，全球航运业景气一泻千里。因航运牛市积累的巨量造船订单陆续交付，而航运需求持续疲弱，海运价格自2008年后出现断崖式下跌并持续徘徊于低谷。

由于大量运力在金融危机后陆续交付以及运价的持续低迷，某航运业央企2010年以来连续3年亏损。于2014年6月被上海证券交易所摘牌，成为央企退市第一股，公众股东强烈不满。同时，投资船队积累的高额负债在船舶交付后开始还本付息，但运价低迷导致经营现金流无法支持。企业最终陷入债务违约，经营停顿，面临破产清算。

在分析了企业所处各细分市场的状况以及各业务板块经营情况的基础上，企业梳理出核心业务、核心竞争力以及未来的战略定位；基于企业的资产、负债现状设计了包括业务重组、债务重组在内的重整计划，以达到消除亏损源，重建企业核心竞争力，恢复和提高企业的价值：



企业的重整计划以及未来的市场价值得到债权人的一致认可。在司法程序中，100%的有财产担保债权人以及96%的普通债权人表决同意了重整计划，企业成功实现了亏损业务的剥离并以股票抵偿超过60亿元计息债务，避免了企业破产且切实减轻了负担。基于总体战略定位，企业对留存的业务、人员等各种资源加以整理，制定业务发展方案、冗余人员安置及分流计划等，为业绩改善、重新走向资本市场打下基础。

4.2 整体上市或核心资产上市

首次公开上市（IPO）既是混合所有制最重要的实现形式之一，也与混改目标高度一致。首先，重庆、湖南、广东、黑龙江等不少省市改革文件都有国有资本证券化率的目标。其次，混合所有制的其他实现方式，如引入战略投资者，最终也可能以IPO的方式退出；而对员工/管理层持股的实现形式来说，上市过程常常也是完成人员激励的过程，有益于激发企业活力，实现混改目标。第三，股票市场对财务、股东等的要求，更能帮助企业上市过程中优化治理结构，规范管理，更加市场化。企业考虑上市之时，要先选择准备到哪个市场上市，在哪个板块上市，各有不同要求和优劣势。

上市的案例

某央企欲拆分非洲业务上市。在股份公司设立方式、上市地的选择、审批路径等方面进行了比较分析后，形成了三个可选上市方案，通过对比三个方案，优先考虑按其中的两个方案做准备。

	整体重组改制H股上市	境外资产重组H股上市	境外资产重组红筹上市
估值水平及融资规模	<ul style="list-style-type: none"> 整体估值水平可能被拉低 但由于资产规模大，未来盈利预期极高，预计整体融资规模将较高 	<ul style="list-style-type: none"> 享受资源开发板块高估值 融资规模略小 	<ul style="list-style-type: none"> 享受资源开发板块高估值 融资规模略小
后续融资便利性	<ul style="list-style-type: none"> 除股东大会批准外，还需要中国证监会审批，后续融资灵活性和时效性可能收到一定的制约 可利用境内资本市场（如公司债）进行融资 	<ul style="list-style-type: none"> 除股东大会批准外，还需要中国证监会审批，后续融资灵活性和时效性可能收到一定的制约 可利用境内资本市场（如公司债）进行融资 	<ul style="list-style-type: none"> 仅需公司股东大会审批，灵活性较高
股份流动性	<ul style="list-style-type: none"> 中国有色集团持有的国有股不可流通 	<ul style="list-style-type: none"> 中国有色集团持有的国有股不可流通 	<ul style="list-style-type: none"> 全流通 且公司通过SPV公司持有上市公司股份，未来资本运作更加便利
A股回归	<ul style="list-style-type: none"> 可择机回归A股，并对境内上市公司进行整合 	<ul style="list-style-type: none"> 时机成熟时也可考虑回归A股 	<ul style="list-style-type: none"> 红筹公司回归A股目前仍存在不确定性，尤其要对A股上市公司进行整合难度较大
初步建议	<ul style="list-style-type: none"> 优先考虑 立即开展方案进一步论证及与监管部门的沟通工作 	<ul style="list-style-type: none"> 暂不考虑 	<ul style="list-style-type: none"> 优先考虑 根据与监管部门的沟通情况下，考虑采取境外资产重组红筹上市方式，保证公司2011年内完成融资的目标

4.3 员工持股

员工持股是备受关注的混合所有制的实现形式，在中央层面，2015年1月底，国务院全面深化改革领导小组审议的《关于实行员工持股试点的意见》中对持股范围、比例、操作细则等给予了进一步明确。此次员工持股试点企业将在商业一类中选取，商业二类和公益类一般不实行；集团层面和央企重要的子企业不推行，也是就试点企业必须是二级或二级以下的企业。“存量不碰，增量为主”也是就在国企改革改制为混合所有制或新设混合所有制企业时，是引入员工持股的机会。“员工持股总比例不能超过25%，个人持股不超过5%”，市场上最大的几家民营互联网企业的员工持股比例在10%-17%之间，可以说25%的上限还是留下了很多灵活空间的。

在地方层面，江苏、江西、湖北、广东等省的国资国企改革文件中均提及员工持股，广东省之后还配套出台了《关于体制机制改革创新试点企业一企一策方案制订工作指引》，对员工持股的范围、比例、价格、来源等做出框架性指引。

无论中央还是地方的员工持股政策，可注意的有两点：一是尽量在增量上操作，不碰存量，可以最大限度避免国有资产流失的问题；二是本轮改革中的员工持股并不是福利性质的全员持股，而是为了调动人才积极性，激发企业活力而实施的核心人才和高管的持股计划。企业实施员工持股计划需综合考虑对象范围、激励额度、购股价格、是否分批授予、股权退出机制等多个关键要素，而最重要的是两个方面：在何层面进行持股（上市公司高管持股还是子公司层面持股），和以何形式实现持股（持股载体设计）。



员工持股的案例

项目背景：某省属国企被选为混改试点企业，在引入战略投资者的同时，应各方要求该企业实施集团骨干人员持股计划，以建立长效激励约束机制，形成资本所有者和劳动者的利益共同体。

项目挑战：从监管的角度，混合所有制改革员工持股计划的相关政策仅进行了方向性指引，如何落地实施并无配套细则；从内部操作的角度，激励额度与价格如何确定，以保证公司成本可控同时员工资金压力适中，不同持股形式在法律、财务、税务上有什么影响，股权的管理、退出如何规范等，各方普遍关注、需要科学设计。

解决方案与项目成效：结合监管部门政策指导、外部市场案例、内部员工期望和长期激励领域专业经验，设计出了科学合理的骨干人员持股计划方案。方案主体已获得省国资委认同，将配合集团混合所有制改革同步实施。该方案分为两个阶段实施方案：当前阶段将公司核心管理骨干、营销骨干、技术人才纳入持股范围，并设立合伙企业作为持股载体，与外部投资者实现同步入股，并承诺股权锁定一定时间不做减持。由此提升了对外部投资者的吸引力，也体现了公司核心人才对公司发展的信心。同时，公司设立了面向未来业绩增长的奖励计划，当实现股东（包括国有股东、外部投资者股东）所要求的业绩增长目标（包括净利润、净资产收益率），将会提取奖励基金，以此既保障股东价值增长、又能实现对核心人才的持续性长期激励目标。目前方案主体已获得省国资委认同，并配合集团混合所有制改革在同步实施中。

4.4 引入基金进行产权制度改革

引入基金进行产权制度改革是混合所有制改革的一种创新形式。设立政府引导基金，可以改变政府投资方式和财政资金的使用方式，用政府财政有限的资金作为杠杆，来吸引更多的社会资金投入国有企业混合所有制改革或进入新兴战略产业，促进产业升级。政府引导基金的理想模式应是市场化运作的“基金的基金（即母基金）”。政府引导基金出资比例在10%-20%左右，其余由子基金管理团队从社会募集，撬动5倍到10倍杠杆，投资于当地企业的比例一般不低于80%。根据当地经济特点，可考虑设立各种产业发展基金和国企改革重组基金等，发挥国有资本的引导作用，基金收益仅用于再投资。

政府引导基金和某股权投资基金结合进行国企混和所有制改革的案例

项目背景：某省国资委下属大型国有企业，信誉良好，资产盘子很大，下面的子公司和关联公司涉及多个行业，在境内融资的综合成本很高。而境外资金成本比较低，境外的一些基金和高净值人士也很想分享中国政府改革红利。

项目挑战：如何利用某股权投资基金的诸多政策优势，例如跨境人民币投资、税收优惠等，结合政府引导基金，将境外低成本资金引入本省，投资国企改革和产业升级

解决方案：该股权基金管理公司的境外实体（GP1）寻找符合条件的境外有限合伙人（QFLP），将募集到的境外资金100%投资于境内基金管理公司（GP2）。政府引导基金作为有限合伙人（LP）之一和境内基金管理公司（GP2）旗下的某基金（另一LP）一起投资某省的产业发展基金或国企改革基金，进而继续投资于某特殊目的公司，该公司则投资于改革中的国企或有成长力的新兴企业。或者，通过上述渠道，国企在海外发债（人民币债或美元债）或通过该国企未使用的授信额度通过内保外贷的方式获得低成本的境外融资，并通过上述渠道回流到境内。获得的资金可以投资该国企的改革项目，或者该省一些优质企业，通过IPO或者在A股或香港市场买壳上市的方式，实现退出。

项目成果：该股权投资基金正在募集的两只基金，规模分别达到人民币亿元级和十亿级别。某省的政府引导基金出资35%和该股权投资基金计划共同投资该省的一只产业发展基金，助力产业升级。政府引导基金和股权投资基金相结合，不仅可以引入境外低成本资金，并可以发挥了三大功能：协助政府打造境内外融资平台；协助政府打造境内外资金流通通道；协助政府打造上市公司平台

政府引导基金的设立和运用要注意地方的财政能力和债务负担。中央政府正采取防范措施，缓释由地方政府债务引发的金融风险。1万亿地方债置换计划和延缓债务期限的举措，将使地方政府有能力支持制造业的整合和国企的转型升级，因为随着中央政府出台隐性救助措施，地方举债上限将被规定。而政府引导基金的杠杆作用，既能利用社会资金满足国企改革和产业升级的资金需求，又使地方政府免于再次债台高筑。



4.5 引入战略投资者

战略投资者一般是指国内外专业的行业/财务投资者，其特点是拥有丰富的投资经验及整合经验，能够在行业、市场、商业模式上给企业提供参考，在资金、管理人才、管理方法、资本市场等方面给企业提供资源，协助被投资企业创造并在资本市场上实现更大的价值。

虽然许多省市改革文件都将引入战略投资者列入了改革内容，但在实际操作中，国企引入战略投资者还处于发展初期，虽有中粮集团、徐工集团等少数几个披露了意向的案例，但鲜有可复制的成功经验。国企引入战略投资者需兼顾多方需求，平衡多方利益，其复杂性可见一斑。

国企要引入合适的战略投资者面临一系列挑战：

- 如何将公司的历史和现有资源、机遇和挑战、愿景、发展路径、预备投资的项目等厘清包装，让投资者知晓；
- 如何对有意愿的投资者进行筛选，并在接触过程中保证合适的资料披露程度
- 如何进行尽职调查
- 如何进行交易谈判，除了保证合理的交易价格之外，还要就出资形式、股权结构、治理构架、管理层激励体系、职工安置方案、资本市场战略等达成一致，遴选出最优的投资者或投资人组合
- 如何准备各种交易资料
- 如何取得国资委等监管当局批准

引入战略投资人一般遵循以下流程。由具有国际网络的专业机构协助引入战略投资者不仅能保障专业服务的品质，而且能分享专业机构长期积累的全球投资者数据库和关系网等资源。

图表四：引入战略投资者的一般流程和具体内容

合格投资者推荐及联络	管理投资者资料收集及买方尽职调查	组织交易谈判	协助取得监管当局的批准
<ul style="list-style-type: none"> • 协助建立潜在投资者数据库 • 利用德勤的网络，推荐合适的投资人 • 对所有潜在的投资人的背景进行分析，并建议合适的投资人 • 联络投资人，向其初步推介贵司 • 与投资人初步沟通其投资意向及结构偏好 	<ul style="list-style-type: none"> • 协调投资人签订保密协议 • 根据不同阶段需要，向投资人适当披露相关资料 • 协助管理向投资者开放的资料库；包括制定投资者审阅规则及流程 • 协助对投资者提出的问题适当的回答 	<ul style="list-style-type: none"> • 组织管理层演示，并为管理层的准备提供协助 • 设计与多个潜在投资者谈判的科学程序及策略 • 协助判断谈判进程及趋势，建议下一步谈判策略 • 每轮谈判后，协助评估潜在投资者，筛选最佳及备选的投资者组合 • 对不同类别的交易分别建议交易价格及报价策略 • 组织各中介机构，协助与选定的投资者组合达成协议 • 协助审阅协议商业条款 	<ul style="list-style-type: none"> • 协助准备上报各类监管当局有关交易的相关文件 • 协助投资者与地方监管当局及金融监管当局进行沟通，尽快取得其对交易的批准

混合所有制的上述五种实现方式常常组合起来使用，在企业不同发展阶段可以有不同的侧重点。对于陷入经营困境的国企，开放式重组，即通过业务、资产、债务的重新组合，使企业重新被投资人/资本市场所接受；引入战略投资者的同时，外部投资者常常要求实施员工持股计划，以实现管理层和核心人才的长期激励，使个人利益和企业长远利益一致；引入基金则可以解决国企改革过程中的各种资金需求；整体上市或核心资产上市，是战略投资者、基金的退出方式之一，也是持股员工的激励完成过程。

五、混合所有制的机制保障---混什么

目前混合所有制改革的参与双方---国有企业和非公经济都有疑虑，国企担心国有资产流失，非公经济担心在混合所有制企业里没有话语权。要消除疑虑，顺利完成混合所有制改革，必须让改革过程公开透明，合法合规，规范国有资产评估，完善国有资产定价机制，严格操作流程。比如，按国际惯例/行业通用的办法，引入公信力强的第三方机构，根据市场价格，对国有资产进行公开、合理定价。而关键在于机制问题，包括在混合所有制企业建立一个有效制衡、平等保护的治理结构，市场化的人才选聘制度、激励和约束机制等。

发展混合所有制经济的**根本目的是要突破束缚企业发展的体制机制障碍**，激发企业活力和竞争力。要解决体制机制的问题，需要进行以下几项探索：

5.1 探索建立有效制衡、平等保护的法人治理结构

在国企改革过程中，一大挑战就是如何打破“因人、因情而治”的管理怪圈，将行政化的人才机制转型成为基于企业价值最大化的现代化企业管理制度，通过规范化的管理机制促进公司的高效、科学运转；同时，如何同时规避“大股东侵占小股东利益”、“小股东侵占国有资产”和“高管层代理成本过高”等现象，实现利益分配的多赢局面。

解决方法之一就是建立有效制衡、平等保护的法人治理结构。有效制衡就是在混合所有制企业，完善“三会一层”的功能并切实发挥作用，同时通过引入独董，建立专业委员会提升科学决策；有了形式上的合规性，还要实践中的有效性，即基于企业新的治理结构及管控模式，明确大股东和小股东的管理职能、决策机制及相应的制度规则，各董事、监事、管理层等依法依规积极行使权力，保证法人治理结构运行顺畅和高效。平等保护就是通过治理机制的设置，规范治理主体责任，给予民营资本等非国有股东和国有资本股东平等的权利，提供同等程度的保护，鼓励非国有股东参与混合所有制改革的热情，激发国企活力，实现混合所有制改革的目的。



中石化混改案例：治理结构变革吸引民间资本

2014年9月，中石化宣布引入境内外共计25家投资者，以1071亿元价格，向他们增发销售公司**29.9%的股权**。**交易过程全部由国际专业机构协助完成**。中石化销售公司按现代公司架构，在董事会层面引入社会和民间资本董事，触及了企业治理机构最重要最核心的问题，从根本上完善企业治理结构。

中石化根据其发展战略，引入了多家国内国际投资者：

- **实业类：**加拿大零售商Alimentation Couche-Tard，新奥燃气，新希望等
- **金融机构：**工商银行，中国人寿等
- **基金：**嘉实基金，华夏基金，Affinity Equity Partners，厚朴基金，复星国际等
- **互联网公司：**腾讯

治理结构中，中石化70%股权只占40%董事会席位；与目前央企董事普遍来自本体系内部的现实不同，中石化销售公司混改后的董事会由11人构成，来自中石化的董事仅4人，独立董事3人，职工代表1人，而社会资本有董事3人，也将具有较大的话语权。

5.2 探索在国企引入职业经理人制度和市场化劳动用工制度

国企领导人在政商之间身份转换的现实，引发对国企经营者工作动力和努力方向的疑虑。在访谈非公经济投资国企混合所有制改革意愿的时候，经营者的长期利益和国企的长期利益不绑定，不一定一致，如何保障企业的长远发展壮大，也是最集中的担心之一。本轮国企改革中，政府的角色从“管企业”到“管资本”的转变，实际也是对企业具体事务，如人事决策的放权。这其中就涉及到在完善的法人治理架构的前提下，引入职业经理人管理企业，并加大市场化选聘力度，实现干部“能上能下”；建立市场化用工机制，实现员工“能进能出”。在现实操作中，可能“新人新政策，老人老办法”的双轨制将过渡一段时间。在招聘了职业经理人之后，要留住人才，成为企业的“事业合伙人”，还必须建立人才能发挥才智的舞台和机制，在考核以及培育上下功夫，并配合市场化的激励和约束机制。

5.3 探索建立市场化的激励和约束机制

市场化的约束激励机制是本轮国企改革的热点之一。国有企业领导人员收入应与职工收入、企业效益、发展目标应形成联动，行业之间和企业内部形成更加合理的分配激励关系。不仅要有激励机制，也应引入业绩挂钩、财务审计和信息披露、延期支付、追索扣回等约束机制，规范高管行为。

市场实践中常见的长期激励工具多种多样，有基于现金的奖金池计划、股票分红权计划等，也有基于福利的退休金计划、医疗保险计划，更有基于真实股权的员工持股计划等。应根据监管环境及市场实践、企业目前的发展阶段及未来的战略规划、目前的财务状况及未来的预期（主要考虑公司的现金流）以及股东的意愿及激励对象的预期，选择适合的长期激励工具或长期激励工具组合。

5.4 探索混合所有制企业开展员工持股

员工持股的考虑要素和案例前文已述。2015年1月底，国务院全面深化改革领导小组审议的《关于实行员工持股试点的意见》和广东省的框架性指引都体现了监管机构对于国企员工持股探索存在的一些担心：例如要避免在垄断行业进行持股或者有失公允的激励定价，造成国有资产流失；要防止持股计划范围过广、力度过大，使其沦为普惠的“大锅饭”或者部分高管暴富的工具；要对股权流动、退出进行科学管理，避免违规抛售、私下交易以及恶意收购等扰乱资本市场。这些也提示相应国企企业在探索员工持股时，方案要进行科学合规的设计，确保激励与约束对等，同时要根据实际情况，“一企一策”。

5.5 探索混合所有制企业的有效监管机制

混合所有制改革将带来管理的扩张，需要将成熟的管理体系向新设立/并入企业进行有效移植，以利于高效监管。为更好地落实集团战略意图，防范经营风险，集团对于新设/被并购企业的管理应从通过单一的外派人员进行管理，转变为充分利用人员委派、综合评价体系、制度体系、信息化建设体系四大管理手段的综合管理，使集团对新设企业的管理模式从资本输出向管理输出和文化输出转变，使得新设/被并购企业更好的融入集团的统一管理。

在日常监管中，可通过“事前”的目标与计划/预算，“事中”的执行监控、分析报告和“事后”的绩效管理，全面落实战略定位，建立混合所有制企业既灵活又有效的监管机制。

六、对国企和非公经济的意义

对国企来说，可借这次混合所有制改革之机，在引入非公有制经济的同时，进行治理结构、人才机制和管理体制等方面的机制转变，完善现代企业制度，让国企更具活力。盘活国企104万亿总资产，增强国有经济整体的“活力、影响力、控制力”，对国计民生和国家战略的意义亦极其重大。

在考虑进行混合所有制改革之前，应先对照以下任务清单，分析内外部挑战和机遇与之后进行顶层设计：

- 厘清各级政府对企业这次改革的期望和最担忧出现的情况；
- 研究中央和地方各自公布的混改1+N方案；
- 参照兄弟省市、企业的成功经验；
- 弄清楚企业现在所属的分类，治理结构、经营现状和管理机制成熟度及最希望解决的困难/进行的转变；
- 明确企业的长期和短期战略目标及是否要通过混改的方式（部分）实现；
- 在决定进行混改后，审慎确定混改的实现方式（开放式重组、整体上市或核心资产上市、员工持股、引入基金进行产权制度改革、引入战略投资者）或几种实现方式的组合，并列出时间表和工作重点；
- 明确企业内部要进行的改革——治理结构、人才机制、管理机制上的——以配合混合所有制的引入，并安排这些改革的工作顺序和重点等等

混合所有制改革同时也是非公有制经济投资国企，利用国企的平台、品牌、技术、渠道等资源，做大做强，实现共赢的机会。对于有意愿参与混合所有制改革的跨国公司和民营企业来说，也应对照以下任务清单，预先做好规划：

- 解读政策：哪些可以做？哪些不可以？包括混改政策和其他经济政策；
 - 厘清自身的发展战略、优劣势，将来发展所需资源清单；
 - 根据自身需求，列出潜在可以合作的国企的目标清单；
 - 对目标清单上的国企进行调研，了解目标的发展战略、前景和优劣势以及和己方的契合度；
 - 对目标清单列短名单后，认真接触潜在的国企合作者，判断有无进入实质性工作的机会
- 对跨国公司和民营企业来说，选对目标，参与国企混合所有制改革，实现优势互补和协同效应，是在全球经济复苏乏力的大形势下，寻找新的增长点的绝佳机会。

李克强总理在2015年3月的政府工作报告中重申将“有序实施国有企业混合所有制改革，……完善现代企业制度，改革和健全企业经营管理者激励约束机制。要加强国有资产监管，防止国有资产流失，切实提高国有企业的经营效益。”我们相信，2015和2016年将见证混合所有制改革的全面实施落地，也愿国企、民企和外企抓住机会，转型升级，更上层楼。

七、作者/联系方式

执笔团队：国企改革服务专家名单（按文中贡献顺序）

吴芙蓉	战略咨询、政策及行业研究、项目管理	+86 10 8520 7056	flwu@deloitte.com.cn
许思涛	德勤首席经济学家、宏观经济研究	+86 10 8512 5601	sxu@deloitte.com.cn
陈岚	宏观经济、政策与行业研究	+86 21 6141 2778	lydchen@deloitte.com.cn
赫东	资产重组、财务表现提升及债务危机应对	+86 10 8520 7122	jamehe@deloitte.com.cn
徐斌	国企上市审计及上市公司年度审计等	+86 10 8520 7147	kxu@deloitte.com.cn
王允娟	员工持股、高管薪酬与股权激励、公司治理等人力资本咨询	+86 10 8512 5825	yjwang@deloitte.com.cn
孙向禹	前海QFLP基金服务、境内外融资	+86 755 3353 8380	xysun@deloitte.com.cn
袁毓东	国企引入战略投资者服务	+86 21 6141 1668	ydyuan@deloitte.com.cn
余云	法人治理结构设计、全面预算管理和综合绩效管理	+86 10 8520 7825	yyu@deloitte.com.cn
黄耿	法人治理体系，企业管控体系，财务能力成熟度评价，全面预算管理，综合绩效管理	+86 10 8520 7947	anhuang@deloitte.com.cn

对本白皮书及相关内容有任何疑问和看法，请联系：

吴芙蓉

德勤国企转型行动计划项目经理

+86 10 85207056

flwu@deloitte.com.cn

国企转型升级有关合作机会洽谈，请联系各区域相关合伙人：

洪廷安

德勤国企改革行动计划主管合伙人

德勤中国客户，行业和市场战略副主管合伙人

+86 21 6141 1828

johnhung@deloitte.com.cn

施能自

德勤国企改革行动计划主管合伙人

德勤中国北方区主管合伙人

+86 10 8512 5888

normansze@deloitte.com.cn

李鹏

德勤国企改革行动计划执行负责人兼华北区负责合伙人

+86 10 8520 7844

pengli01@deloitte.com.cn

曾顺福

德勤中国华东区主管合伙人

+86 21 6141 1818

pattsang@deloitte.com.cn

唐恋炯

德勤国企改革行动计划华东区负责合伙人

+86 21 6141 2882

tontang@deloitte.com.cn

张广达

德勤中国华西区主管合伙人

+86 755 3353 8182

tercheung@deloitte.com.cn

孔单

德勤国企改革行动计划华西区负责人

+86 23 6310 6206-806

dkong@deloitte.com.cn

黎嘉恩

德勤中国华南区主管合伙人

+852 2852 1647

derlai@deloitte.com.hk

余莉娜

德勤国企改革行动计划华南区负责合伙人

+86 2831 1023

eyu@deloitte.com.cn

关于德勤全球

Deloitte (“德勤”) 泛指德勤有限公司(一家根据英国法律组成的私人担保有限公司, 以下称“德勤有限公司”), 以及其一家或多家成员所和它们的关联机构。德勤有限公司与每一个成员所均为具有独立法律地位的法律实体。德勤有限公司(又称“德勤全球”)并不向客户提供服务。请参阅 www.deloitte.com/cn/about 中有关德勤有限公司及其成员所详细描述。

德勤为各行各业的上市及非上市客户提供审计、税务、企业管理咨询及财务咨询服务。德勤成员所网络遍及全球逾150个国家及地区, 凭借其世界一流和高质量专业服务, 为客户提供深入见解以协助其应对最为复杂的业务挑战。德勤拥有超过200,000名专业人士, 致力于追求卓越, 树立典范。

关于德勤大中华

作为其中一所具领导地位的专业服务事务所, 我们在大中华设有22个办事处分布于北京、香港、上海、台北、成都、重庆、大连、广州、杭州、哈尔滨、新竹、济南、高雄、澳门、南京、深圳、苏州、台中、台南、天津、武汉和厦门。我们拥有近13,500名员工, 按照当地适用法规以协作方式服务客户。

关于德勤中国

德勤品牌随着在1917年设立上海办事处而首次进入中国。目前德勤中国的事务所网络, 在德勤全球网络的支持下, 为中国的本地、跨国及高增长企业客户提供全面的审计、税务、企业管理咨询及财务咨询服务。在中国, 我们拥有丰富的经验, 一直为中国的会计准则、税务制度与本地专业会计师的发展贡献所长。

本通信中所含内容乃一般性信息, 任何德勤有限公司、其成员所或它们的关联机构(统称为“德勤网络”)并不因此构成提供任何专业建议或服务。任何德勤网络内的机构均不对任何方因使用本通信而导致的任何损失承担责任。

©2015。欲了解更多信息, 请联系德勤中国。

BJ-0410-02