

混改作为深化国有企业改革的**重要突破口**

改革如何突破，**一体两翼三原则** 路径如何走通？**混改操作十步法**

资本视角 | 政策分析 | 模式选择 | 案例剖析 | 实战操作

王悦◎著

资本视角的观察与思考

混改



砥砺前行，新时代以更大力度、更深层次推进国企混改

常修泽 宋志平 宁高宁 赵令欢 何刚 联袂推荐

混 改

资本视角的观察与思考

王 悦◎著

图书在版编目 (CIP) 数据

混改：资本视角的观察与思考 / 王悦著. -- 北京：
中信出版社, 2019.1
ISBN 978-7-5086-9465-8

I. ①混… II. ①王… III. ①国企改革—研究—中国
IV. ① F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 207028 号

混改：资本视角的观察与思考

著 者：王 悦

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)

承 印 者：北京通州皇家印刷厂

开 本：787mm×1092mm 1/16 印 张：33.75 字 数：415 千字

版 次：2019 年 1 月第 1 版 印 次：2019 年 1 月第 1 次印刷

广告经营许可证：京朝工商广字第 8087 号

书 号：ISBN 978-7-5086-9465-8

定 价：98.00 元

版权所有·侵权必究

如有印刷、装订问题，本公司负责调换。

服务热线：400-600-8099

投稿邮箱：author@citicpub.com

做人不能仅凭理想主义，但是一定要有理想。

致敬改革开放四十年来有理想的国企改革家和国有企业家！

序 言

混改的核心是效率问题

国有企业在中国的重要性不容置疑，国有企业在过去 30 年来的改革进步不容置疑，国有企业在国家安全和重要战略行业所做的贡献成绩不容置疑。但如果把角度转向微观企业层面，可以看出，中国的国有企业在净资产回报率（ROE）上比同行业的民营企业要低 2~3 个百分点，在负债比上要高 10~15 个百分点，在贷款利息上要低 1~2 个百分点，在营业额及市场占有的成长率上要明显低很多，那么不可避免的，我们要问个为什么。这个问题不仅要从社会角度、体制角度发问，从资本角度问这个问题在今天来看尤为重要。供给侧结构性改革，国企做强做优，从追求数量转向追求质量，无论怎么说国企的事，这个问题都绕不过去，因为这是企业的本质。

王悦写的这本《混改：资本视角的观察与思考》，可以说从题目就切入了国企的核心。国企改革说了许多年，年年有成绩，年年也有不足，究其核心是效率问题，效率的表现是资本回报率问题。天下事都有成本，都有投入产出，如果不算回报率，不计成本，啥事都不难，难就难在有限制条件。20 年前，我听时任四川长虹的董事长倪润峰先生说过，长虹的经营理念在改革开放以后和改革开放以前是一样的。改革

之前，地方国营长虹机器厂门口的墙上写着六个字：“优质，高产，低耗”。他说这六个字做到了，企业照样成功，关键是怎样做到。其实这六个字写的也是效率，是投入产出，今天也称为全要素劳动生产率。国企改革推进了这么多年，有人把国企改革复杂化、神秘化了，其实抓住了根本，从本质入手，一切都明了。如果说一个国家的经济运营效率主要表现在企业，那么国企效率的提升是必须进行的，国有企业净资产回报率的关键指标，国有企业的改革也要把这个指标的改善作为评价因素。这是资本的视角。党的十九大提出从管资产向管资本转变，意义何等深刻。国有企业的改革就是要将国有资本改到像其他形式的资本一样的投资效率，否则就不能算成功。

国有企业如何管理好，过去多年来经过了不同形式的探索。在国有资本的所谓缺位、虚位、越位问题上不断有争论、反复。国有企业改革的方式和路径也不断深入，越来越适应市场竞争进步的要求。王悦的研究很详细地回顾了这一过程，我想这对国企改革的未来也有很好的指导作用。过往以治理结构改革为主的实践，现在转向探索混合所有制的改革。这与党的十九大报告和习总书记在国企党建工作会上的讲话精神一致，也是王悦正在做的工作。我们很多事情要落实就要有方法，不能让技术路径否定了改革的大目标。王悦的这本书可算是许多实践经验的总结，其中有许多很细、很实用、很接地气的做法，相信不仅会对混改有帮助，对企业的管理经营也有许多启发。比如企业资产交易如何定价，员工如何持股，机制如何转换等。王悦把这些实践写成了“十步法”，好像实用手册，一步步逻辑非常清晰，一定会对国企的混改产生积极的影响和有益的参考。

我与王悦还是十多年前他在哥伦比亚大学读书时见过，时间一晃，

他已从年轻的学生变成了跨国企业的高管，他的儒雅文静、勤于思考、严谨求证、逻辑分析和综合国际国内企业评价的视野都在这本书里表现出来。

中国中化集团董事长、党委书记

宁高宁

前言

国有资本做强做优做大 取决于市场经营能力和资本回报率

王悦平时爱学习、爱思考、爱研究问题，是我很喜欢的一位年轻人。从学校毕业后他就一直在投行工作，对企业的改革发展也有较深的研究，他选择研究混合所有制这个题目，我很赞成。当前混合所有制的大原则已明确，人们谈论的也比较多，但市场上真正深入研究的书并不多，也很需要能系统介绍混合所有制的书。《混改：资本视角的观察与思考》这本书出版前，王悦曾多次找到我，征求我的意见，由于日常工作忙碌，虽然没来得及详细阅读全部内容，但书的整体思路和主要观点我是赞成的，选择的案例也是恰当的。当今时代，一位年轻人能沉下心来写书，精神难能可贵，非常值得赞扬。

王悦长期在投行工作，他研究混合所有制大多是从资本和股权层面切入，这恰恰也是混合所有制之关键所在。混合所有制是一种新的产权制度，不再有国有和私有的纷争，而是通过股权合作的形式生成新模式，或者说是一种产权革命。

混合所有制并不是哪个人凭空想象或创造出来的，它符合国有企业和民营企业随着发展在市场中必然融合的规律。尤其在我国以公有制为

主体，多种混合所有制共同发展的基本经济制度下，国有企业和民营企业进行了大量混合，这既解决了国有企业如何进入市场的问题，也使民营企业更加规范化。应该说我国混合所有制企业，为我国经济发展和社会市场经济理论都做出了重要贡献。

怎样发展我国的社会主义市场经济？怎样理解我国的基本经济制度？这既是认识上的问题，也是实践问题。我国以公有制为主体，要通过做强做优做大国有资本实现国有经济的发展，但公有经济的积累，既包含国有经济、民营经济的贡献，也包含其他各种经济体的贡献，这些都形成了我国公有经济的重要来源。我国国有资本分配在两个领域：一个领域是公益事业，不以营利为目的。虽然以企业的形式存在，但毕竟带有行政管理色彩，其实这在世界各国都有，管理方式也差不多。另外一个领域是在竞争领域，国有资本不应该以单纯的国有所有制为形态，因为那样可能会引发国家资本和纳税人资本间的冲突，就会形成悖论。

国有资本可选择以混合所有制方式进入市场，伴随混合所有制企业的成长一同发展，不过混合所有制企业要和其他企业一样作为市场主体参与竞争，不应打上国家标签。国有资本是股东，享有股东的权利，像新加坡的淡马锡控股公司在全球投资很多企业，不一定都控股，也不是国有企业，却为新加坡国有资本的壮大做出了重要贡献。党的十九大提出做强做优做大国有资本，我理解有两方面的内容：一是国有企业不可能都选择做强做优做大，没有必要也不太可能；二是国有资本做强做优做大很大程度上取决于国有资本在市场上的经营能力，取决于能否通过把国有资本投入混合所有制企业，进一步提升资本回报率。

目前对发展混合所有制的目的有两种看法：一种看法认为，通过混合所有制引入市场机制，进而提高企业的活力，提高国有资本的获利能

力；另一种看法则认为，要通过发展混合所有制增加国有企业的控制力和带动力。在我看来，应把这两种看法有机结合起来，在某些特定的行业以国有股为主，吸引非公经济进入，比如像一些关系国计民生的行业；而对于充分竞争的行业，则不一定非要国有资本控股，应以引入市场化机制为主，做到“宜控则控、宜参则参”。

混合所有制企业是新产权制度下的产物，我们既不能把它当成纯国有企业来对待，也不能当成民营企业来对待。厉以宁教授说，“在一定时间内，国有企业、混合所有制企业、民营企业将会三足鼎立，支撑着中国经济，但各自所占 GDP 的比例将会有所增减，这是正常的”。厉老讲的道理是何等精辟。我们应该给混合所有制企业松绑放权，让它们真正融入市场，这才是国有资本壮大的理智选择。

我在国企工作 40 年了，从最初在“北新”当厂长进行百户试点到现在已有 25 年，在参与国企改革的过程中，自己也从黑发人改成白发人。我曾用混合所有制方式把中国建材集团和国药集团先后带入世界 500 强，为壮大国有经济做出了努力。总结国企改革这些年的经验和教训，发展混合所有制不应一哄而上，也不是一混就灵，但停滞不前一定是没有出路的。国企在改革过程中应通过混合所有制方式引入市场机制，充分发挥企业家精神，为国有资本做强做优做大做出应有的贡献。

党的十九大报告指出，要深化国有企业改革，发展混合所有制经济，培育具有全球竞争力的世界一流企业。这为我国发展混合所有制指明了方向，极大地鼓舞了大家改革创新、做强做优国有企业的信心。党的十八届三中全会以来，国企改革顶层设计和“1+N”文件体系基本完成，意味着国企改革的“四梁八柱”都已确立，进入试点和推广阶段，我们应以“时不我待、只争朝夕”的精神推进国企改革和混合所有制工作。

正如中央有关文件所讲，改革既要有顶层设计，又要尊重基层的首创精神，把顶层设计和企业家首创精神结合起来。过去改革实践证明，没有广大企业家的参与，没有广大干部员工的响应，改革是不容易取得成功的。因此深刻理解混合所有制的内涵，真正掌握混合所有制的原则和方法，这对我们正确推行混合所有制非常必要。我们要以改革的名义，将混合所有制进行到底。

中国建材集团董事长、党委书记

宋志平

本书摘要

2013年，党的十八届三中全会明确提出积极发展混合所有制经济，为广犬国企注入了一剂深化改革和加快发展的强心剂。2015年9月以来，随着“1+N”文件^①分批次发布，包括混合所有制改革在内的国企改革的政策框架已经基本成形。2016年底中央经济工作会议上明确提出混合所有制改革是国企改革的突破口，强调了其重要性。2017年党的十九大提出，深化国有企业改革，发展混合所有制经济，培育具有全球竞争力的世界一流企业，更是进一步明确了改革的命题、路径和目标。

从2014年初开始，我有幸参与了一系列央企混改方案的制订和执行。彼时，“1+N”的国企改革框架尚未出台，一些国有企业家勇于“摸着石头过河”，但由于方向不够明确，又缺少成熟的先例可供参考，实践中不免走了一些弯路。因此，不断有企业同人问我们：“为什么国企要混改？混改应该怎么改？”四年来，我们一直在思考这两个问题，并在理论学习和实践操作中寻找答案。

在对过去四十年国企改革文献的学习中，我注意到，主流的探讨大多站在国有企业或国资监管部门的视角，思考如何搞好国有企业。党的十八届三中全会明确提出增强国有经济活力、控制力、影响力的新时代

① “1+N”即国企改革的政策体系，包括2015年9月党中央、国务院颁布的《关于深化国有企业改革的指导意见》，即顶层设计的“1”，以及随后出台的一系列国企改革配套文件，即“N”，截至2018年6月，配套文件共计27个。

国企改革总目标，着眼于国有经济全局，改革的抓手就应过渡到国有经济的有效实现形式——国有资本。因此，我们从国有资本切入，对国企改革方向进行再思考，并认识到，围绕着使市场在资源配置中起决定性作用，着眼于国有资本做强做优做大的目标，新时代的国企改革应具有运营国有资本的性质，因而改革的主线应是资本的积极流动。基于此，以股东市场化和股权结构制衡化为方向，始于国有资本和具有完整市场化特征的外部资本的混合，并着力在国企层面“引资本、健体制、转机制”的混合所有制改革，就成为新时代国企改革的主题和突破口。与此同时，既然以国有资本作为改革的抓手，混合所有制改革的设计思路就应进一步参考资本视角的判断和评价标准，这样既有助于指导企业通过混改提升持久竞争力，又能确保混改沿着搞好国有经济的国企改革总目标前进。

在实践中，我试图寻找对全社会具有普遍参考价值的混改操作路径。从2015年开始，我独立调研了从中央到12个省市的国资监管部门、国资国企研究智库、正在或已经完成混改的央企和地方国企，以及积极参与混改的战略投资者，进行了超过150场的深入访谈。这些宝贵的经历让我对混改中的难点问题和实操经验有了更深入的了解。我深刻体会到：通过混改突破发展瓶颈的国企，其成功的共性均在于激发出企业家精神、引入市场化优势、巩固资源禀赋优势，从而提升持久竞争力。但达到这一效果的操作路径却没有“普世通法”，也只有坚持“一企一策”，才有可能探索出适合本企业的道路。与此同时，我认为，有必要对成功案例中的一些共性经验进行归纳总结，这样既有助于给未来进行混改的企业梳理出改革的思路，也可激励其站在先例经验的肩膀上继续创新和探索。

本书的写作正是基于以上考量，力图站在资本视角，对混合所有制改革做一深入探讨。秉承四十年改革开放坚持理论联系实际和实践是检

验真理的唯一标准的重要经验，本书首先通过理论和实证分析探讨改革的方向，厘清为什么要混改的问题；继而以此方向为指导，提出一套框架性操作思路，回答混改应该怎么改的问题；最终通过完整、翔实的案例剖析对改革的设计方向和操作思路进行验证，从而做到混改在理论、实践、评价三个层面上连贯和统一。

本书记录了前辈勇于探索 and 创新的改革精神，以及我的实践和研究，希望能给在改革探索道路上的国有企业以信心支持，给即将启程混改的国企以些许思路的启发，给资本积极参与国企改革以助力。

前 言	国有资本做强做优做大取决于 市场经营能力和资本回报率 / IX 本书摘要 / XIII
-----	---

第一章	绪论：站在资本视角看国企改革 / 001
	第一节 为什么国企改革至关重要 / 001
	第二节 为什么要从资本视角看国企改革 / 019
	第三节 本书关注的核心问题和探讨的思路 / 022

方向篇

方向篇概述：为什么国企要混改？ / 033

第二章	从资本视角对国企改革的历史回顾 / 037
	第一节 从企业视角对国企改革历程的回顾 / 039
	第二节 从资本视角对国企改革历程的再认识 / 056
	第三节 从资本视角对国企改革经验的总结 / 067

第三章	从资本层面切入对混改必要性的探讨 / 072
	第一节 从国有资本现状观察国资问题 / 074

第二节	透过国资问题对国企问题的再认识 / 085
第三节	从历史实践出发对改革切入方向的思考 / 102
第四节	混合所有制改革是破解国资国企问题的必由之路 / 128
第五节	支撑混合所有制改革的两项关键改革条件 / 133

第四章 着眼国有经济总目标对混改设计思路的探讨 / 140

第一节	集中原则：引入股权相对集中的战略投资者优先 / 142
第二节	绑定原则：同步引入核心员工持股优先 / 153
第三节	归核原则：打造专业化业务平台优先 / 165
	方向篇引申思考：民营资本和民营企业为什么要参与混改？ / 176

路径篇

	路径篇概述：混改应该怎么改？ / 189
--	----------------------

第五章 混改筹划和业务准备阶段 / 191

步骤一：	筹划模式 / 192
步骤二：	筹划业务 / 204
步骤三：	筹划路径 / 226

第六章 引资本阶段：引入战略投资者 / 242

步骤四：	选择投资者 / 243
步骤五：	设计股权结构 / 259
步骤六：	确定合理价格 / 272

第七章 | 引资本阶段：引入核心员工持股 / 282

步骤七：引入核心员工持股 / 284

第八章 | 健体制和转机制阶段：混改深水区 / 304

步骤八：健全治理体制 / 306

步骤九：转换经营机制 / 343

步骤十：对接资本市场 / 371

路径篇引申思考：混改后的企业应具备哪些特征？ / 384

案例篇

案例篇概述：着眼企业层面，哪些是混改成功的共性要素？ / 387

第九章 | 中粮肉食：央企专业化业务平台混改第一单 / 390

第十章 | 深圳农产品公司：在 28 年持续改革中 做大做优做强 / 406

第十一章 | 中国巨石：企业家精神 + 资本 + 改革， 铸造全球玻纤行业的“隐形冠军” / 421

案例篇引申思考：着眼资本层面，什么是改革成功的关键词？ / 438

第十二章 | 展望：站在改革的时代交汇处，从 1861 年看 2021 年 / 442

第一节 从“官督商办”谈起，看制约混改成功的关键因素 / 443

第二节 混改，或将开启中国经济的下一个黄金十年 / 457