

资本市场服务国企改革：成绩、问题与展望  
How can Capital Market Serving State-owned Enterprises Reform:  
Achievements, Problems and Prospects

何基报 所长

**Dr. He Jibao**

深圳证券交易所 综合研究所

**Director of Shenzhen Stock Exchange Research Institute**

深圳证券交易所  
SHENZHEN  
STOCK EXCHANGE



证券交易所  
SHEN  
EN STOCK EXCHANGE

# 主要内容 Key points

---

## 一、本轮国企改革的主要特色创新及推进情况

1. Main characteristics, innovation and progress of this round of SOE reform

## 二、资本市场服务国企改革的成绩

2. Achievements in the capital market serving SOE reforms

## 三、资本市场服务国企存在的主要障碍

3. Major obstacles for the capital market serving SOEs

## 四、提高资本市场服务国有改革的措施思路

4. Measures and logics for the capital market to better serve SOE reforms

## 一、本轮国企改革的主要特色创新及推进情况

### 1. Main characteristics, innovation and progress of this round of SOE reform

截至2017年11月底，发改委已启动了第三批混改试点，共涉及50家央企，央企及下属企业中混合所有制企业占比已达68.9%，各地遵循“一企一策”的改革思路加快推进试点。

发展混合所有制以进一步丰富社会主义基本经济制度  
Developing mixed ownership to further diversify the basic socialist economic system

国有资产的管理体制从“管资产”向“管资本”转变  
Transforming the state-owned asset management system towards 'capital management' from 'asset management'

在国有资本管理体制方面，中央国资委层面的国有资本投资、运营公司已经扩展到10家，各地方的国有投资、运营公司以不同的模式纷纷设立

在改革路径和实现形式上分类推进、逐步深入  
Pushing forward categorization of reforms, gradually deepening reform paths and implementing reforms

创新国有企业的激励机制，激发国有企业在经济转型和产业升级中的带动作用  
Innovating incentive schemes of SOEs and stimulating SOEs to play a leading role in economic transformation and industrial upgrading

在国企属性和功能分类方面，国务院采用了商业类、公益类两分法，各地根据具体情况采取了不同的分类体系，目前仅有极少数省份尚未明确。

国企员工持股试点在2017年迎来高潮，除了央企10家试点之外，地方国企也开展了一系列试点



## (一) 混合所有制改革 Mixed Ownership Reform

### ➤ 引入战略投资者，提升国企的市场化水平：

#### Attracting strategic investors to enhance SOE marketization

---引入优质民营股东，释放持续创新活力（如云南白药通过向新华都集团转让50%股权，引入优质民营资本）

---充分发挥民间资本的力量，优化行业格局（联通定向增发新股以及转让部分老股的方式引入包括BATJ在内的战略投资者，并向核心员工授予限制性股票，合计融资780亿元）

### ➤ 国有企业分拆或联合改制上市

#### Listing of SOEs through spin-off or merger restructure

---分拆改制上市（案例：宝山钢铁（集团）公司的改制方案为将宝钢集团下属

的大部分生产经营性资产以及部分的生产辅助性资产全部投入宝山钢铁股份公司，并最终上市）

---联合改制上市案例（案例：贵糖股份在广东国资委主导下，成为广业集团平台下的控股公司，并实现一系列资产重组）

### ➤ 整体上市，做优做强集团总部

#### Listing as a whole to increase the competitive of group headquarters

---股东吸收合并上市公司，实现业务板块的整体上市（案例：2014年中水渔业（000798）收购中渔环球也属于典型的业务板块整体上市；2015年，招商局蛇口吸收合并招商地产（000024）实现了招商局集团地产业务板块的整体上市）

---企业集团内的资源整合，实现业务板块的整体上市（案例：中石油金融板块中油资本上市）

---借助国有资本投资运营公司，实现集团整体上市（案例：浙江物产集团通过将大宗商品供应链集成服务业务整体注入旗下物产中大（600704）并吸收合并母公司，实现集团的整体上市）

## 二、资本市场服务国企改革的主要成绩（续）

### 2. Achievements in the capital market serving SOE reforms (cont'd)

#### (二) 国资布局调整

Layout adjustment of state-owned capital

##### 强化国企资源整合

##### Strengthening SOE resources integration

- **国企集团内部整合，增强上市公司运营能力**（案例：中材科技集团内部业务整合；中国兵器工业集团旗下上市公司北化股份向控股股东购买新华化工100%的股权，进入环保防护行业，推进“军民融合”的国家战略。中国化工集团旗下的沙隆达A，向其大股东购买了ADAMA公司100%的股权。）
- **国企集团外部业务的整合，优化国资布局**（案例：2016年首旅集团旗下上市公司首旅酒店收购纳斯达克上市的如家酒店集团）
- **地方国企与央企兼并重组，盘活国有资产**（案例：桐君阁将原有资产负债全部置出后，置入中节能太阳能科技股份有限公司100%股份）

##### 实现国资自由进退

##### Realizing free access and exit of state-owned capital

- **国有资本放弃控制权，培育民营经济龙头企业**（案例：新疆国资天山纺织、韶山市国资韶能股份、深圳国资深深房分别放弃国资控制权，支持优质民企发展）
- **国资控股集团整体转让，在实现产业结构调整同时获得资本收益**（案例：河南能源化工旗下的上市公司银鸽投资的母公司漯河银鸽实业集团有限公司100%股权进行整体拍卖转让）
- **作为财务投资人的国有投资主体在二级市场退出以获得投资收益**（案例：深天马、赛天福的国资股东通过减持退出获得收益）



## 二、资本市场服务国企改革的主要成绩（续）

### 2. Achievements in the capital market serving SOE reforms (cont'd)

#### (三) 资产结构调整 Asset restructuring

##### 股权直接融资推动国企降杠杆 Deleveraging with direct equity financing

- 提高直接融资比重，增加企业股权投资，可以直接降低企业负债和杠杆率
- 除股权直接融资之外，资本市场还为“债转股”提供了服务平台，有效降低国有企业杠杆率（案例：中国一重、舜天船舶、中国一拖、中钢集团）

##### 固定收益产品促进国企调节债务结构 Adjust debt structure with fixed-income products

- 债券融资是国企融资的重要渠道（2013年1月至今，国企共发行债券5052只，融资总额达6.47亿元）
- 资产证券化业务的发展让国企能够降低融资门槛，扩大融资渠道，更好更有效地推进项目建设以及改革工作。
- 国企债务结构（2013年至今，国企共发行资产支持证券827只，融资总额达2476.7亿元。）

#### 2013-2017年末国资利用直接融资情况

##### Utilization and direct financing of state-owned capital by the end of 2013-2017

	IPO家数 Number of IPO enterprises	IPO募资 Fund raising through IPO	再融资家数 Number of refinancing enterprises	再融资金额 Refinancing amount
全市场 Whole market	990	8121.01亿元 RMB812.101 billion	3243次 3,243 times	4万亿 4 trillion
国资 State-owned capital	81	3118.32亿元 RMB311.832 billion	1247次 1,247 times	1.7万亿 1.7 trillion
国资占比 Proportion of state-owned capital	8.18%	38.40%	38.45%	42.5%

##### 新型金融产品有效拓宽国企融资渠道 Broaden financing channels with innovative financing instruments

- 利用可交换债拓宽融资渠道，2015年至今共26家国企发行了31只可交换债，金额总计948亿。
- 优先股开始在国企改革中发挥积极作用（东寿光市国有上市公司晨鸣纸业，于2016年4月完成了优先股的发行和上市转让工作，共募集资金22.5亿）



## 二、资本市场服务国企改革的主要成绩（续）

### 2. Achievements in the capital market serving SOE reforms (cont'd)

#### (四) 现代企业制度 Modern enterprise system

健全合理、完善的公司治理结构和机制、通过信息披露制度规范国企经营活动、以员工持股和股权激励为代表的激励机制改革有序推进、在市场化选聘方面进行了有益尝试。（右表1、表2为近年来国企采用股权激励和员工持股情况）

表1：2013年-2017年末国企实施股权激励情况 Table 1: Equity incentive implementation by SOEs by the end of 2013-2017

年份 Year	央企（数量） Central enterprises (number)			其他国企（数量） Other SOEs (number)			
	股票期权 Stock option	限制性股票 Restricted stock	总计 Total	股票期权 Stock option	股票增值权 Stock appreciation rights	限制性股票 Restricted stock	总计 Total
2013	9	8	17	29	0	36	65
2014	4	13	17	14	1	35	50
2015	4	15	19	13	1	35	49
2016	5	26	31	19	0	51	70
2017	10	35	45	22	1	76	99
总计Total	32	97	129	97	3	233	333

表2：2013年-2017年末国企实施员工持股情况

Table 2: Implementation of employee stock ownership plans by SOEs by the end of 2013-2017

年度 Year	央企Central enterprises		其他国企Other SOEs	
	数量 Number	涉及资金（亿元） Funds involved (RMB100 million)	数量 Number	涉及资金（万元） Funds involved (RMB10,000)
2014	10	6.76	23	27.73
2015	44	92.98	131	160.73
2016	17	27.32	62	112.52
2017	25	29.01	74	140.31
总计 Total	96	156.08	290	441.30

#### (五) 转型升级和创新发展 Transformation, upgrading and innovation-driven development

- 并购重组助推国有企业转型升级（国企通过横向、纵向并购实现跨越式发展和转型升级）
- 助推国企改革基金创新发展
  - 1) 为国企改革基金提供资金支持（案例：国企改革的落实需要庞大的资金支持，国企改革基金单纯依赖财政资金难以实现这些目标，需要社会资本的支持）
  - 2) 为国企改革基金提供专业化的服务（案例：国改基金能够成为被投资企业与资本市场间的一座桥梁，凭借资本市场的各类机构的服务，在国有企业改制、上市辅导、推介挂牌、并购重组、产业链整合等方面发挥积极的作用）
  - 3) 国企改革基金提供退出渠道（案例：以市场化基金模式运作的国改基金也就必须有相应的退出手段，而资本市场是基金投资项目最为重要的退出渠道）

### 三、国资运用资本市场存在的主要障碍和薄弱环节

#### 3. Major obstacles for the capital market serving SOEs

国企运用资本市场的能力不断增强，直接融资规模有所扩大，资产资源整合型重组渐次展开，资本市场优化资源配置功能逐步显现，为国企改革做出了积极贡献。但国企运用资本市场的水平与当前资本市场快速发展的现状相比，仍有不少差距。主要体现在七个方面：The ability of SOEs to use the capital market has been continuously strengthened, the scale of direct financing has been expanded, the integration-type reorganization of assets and resources has been gradually carried out, and the capital market's function of optimizing resource allocation has become increasingly obvious, making a positive contribution to the SOE reform. However, there are still many gaps between capital market utilization by SOEs and the current rapid development of the capital market. This is mainly reflected in the following seven aspects:

- 国企质量参差不齐影响了利用资本市场的能力；  
The uneven quality of SOEs affects their abilities to use the capital market;
- 国企规范相差较大影响了资本运营效率；  
Some differences in SOE norms greatly affect the efficiency of capital operation;
- 资本市场相关制度和金融工具功能发挥还不够充分；  
Full play has not been given to the functions of relevant systems and financial instruments in the capital market;
- 规则的统一性难以兼顾地域行业以及个体的差异性；  
It is difficult to take into account the differences of regional industries and individuals under uniform rules;
- 国企改革基金尚处于探索阶段；  
The SOE reform fund remains at the exploratory stage;
- 市场行情不稳定增加了国企改革的难度；  
The unstable market situation has added difficulty to the SOE reform;
- 针对国企的限制较多  
Some restrictions are imposed on SOEs.



### 丰富类别股种类并活跃国企板块

#### Diversifying varieties of classes of shares and vitalizing SOE sector

- **丰富类别股种类，探索双重股权架构**（针对新兴产业探索双重股权架构，增强培育国企创新点的服务能力，把国企改革中产生的优质新兴企业留在国内）
- **活跃国企板块，优化并购重组功能**（考虑恢复深市主板发行功能，逐渐提升主板制度的包容性，针对国企差异性，鼓励优质企业进行并购重组）
- **推动新三板及场外市场设立专门板块，满足国企多元化需求**（推动新三板设立专门板块；场外市场可着眼于当地特点设立专门板块，增强对国企的服务能力）

### 完善基础制度解决长期性迫切性问题

#### Improving basic institutions to solve long-standing problems in urgent need of solutions

- **引导并规范国企改革基金、产业引导基金的发展**（尽快出台全国性国企改革基金p
- **总结员工持股试点经验，推进激励机制的创新发展**（优化审批，扩大准入和激励人群）
- **扩大优先股试点范围，进一步细化相关规则**（扩大优先股参与主体和试点标的）

### 执行层面加大对国企改革的支持

#### Increasing support for the SOE reform at the execution level

- **构建有利于国企改革的监管和审核体系**（扩大国企改革优先审核的适用范围）
- **精细化监管以满足国企改革的多样化需求**（避免一刀切，充分考虑地方、行业特点，推动精细化监管）
- **推动健全现代企业制度以加筑改革的基础**（进一步加强国企上市公司治理建设）

Thank You!  
敬请各位批评指正!

