

分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_

U.D.C \_\_\_\_\_

## 地方国有资本运营公司运营模式实践与创新

### ——基于浙江省国有资本运营公司的案例研究

Practice and Innovation of Local State-owned Capital Operating  
Companies

----A Case Study Based on the State-owned Capital Operating Company  
in Zhejiang Province

学位申请人： 曾梦萧 \_\_\_\_\_

学 号： 216125100239 \_\_\_\_\_

学 科 专 业： 工商管理（MBA） \_\_\_\_\_

研 究 方 向： 企业管理 \_\_\_\_\_

指 导 教 师： 徐乾 \_\_\_\_\_

定 稿 时 间： 2019 年 3 月 \_\_\_\_\_



# 西南财经大学

## 学位论文原创性及知识产权声明

本人郑重声明：所呈交的学位论文，是本人在导师的指导下独立进行研究工作所取得的成果。除文中已经注明引用的内容外，本论文不含任何其他个人或集体已经发表或撰写过的作品成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中以明确方式标明，因本学位论文引起的法律结果完全由本人承担。


本人同意在校攻读学位期间论文工作的知识产权单位属西南财经大学。本人完全了解西南财经大学有关保留、使用学位论文的规定，即学校有权保留并向国家有关部门或机构送交论文的复印件和电子版，允许论文被查阅和借阅。本人授权西南财经大学可以将本学位论文的全部或部分内容编入有关数据库进行检索，可以采用影印、缩印、数字化或其他复制手段保存和汇编本学位论文。

本学位论文属于

1、☐ 保密，在\_\_\_\_\_年解密后适用本授权书。

2、☒ 不保密

特此声明。

学位申请人：  
2019年 5 月 12 日



## 摘要

国有企业在我国国民经济中发挥着至关重要的作用。改革开放以来，我国国企改革推进历经了四个重要阶段，依次为：一是扩大自主权阶段；二是政企分开阶段；三是现代企业制度建设阶段；四是股份制阶段。在各个发展阶段，我国立足于经济发展情况以及国企改革实际，采取了一连串行之有效的措施，并在不断尝试的过程中获得了巨大的成就和宝贵的经验。十八届三中全会的召开标志着我国国企改革迈入新纪元，在会上第一次明确国有资本授权经营体制改革要围绕“管资本为主”这一中心，组建国有资本运营公司成为新一轮国有企业改革重要的目标和手段之一。

国有资本运营公司“管”企业不同于传统的国有资产监督管理委员会，其一切都按照公司法规定的股东权利来行使。随着国有资本运营公司改革实施意见正式下发，我国各个地区纷纷响应国家号召，相关地方国有资本运营公司组建的试点工作正式被提上日程，然而国有资本运营公司作为十八大后提出的新生事物，在组建方式、投资运营模式、授权范围、作用发挥等方面还没有成熟的模式可供借鉴，很多地方甚至尚在创建过程中，因此，在当前时点，对地方国有资本运营公司具体的运营实践和创新举措进行研究势在必行，同时也能为后续国企改革工作的进一步推进提供参考和依据。

基于此，本文研究问题是在改革国有资本授权经营体制这一历史背景下，地方国有资本运营公司如何围绕股权、资产、投融资领域开展国有资本运营？

本文的研究思路是：围绕核心研究问题，从国有资本运营公司的指导政策出发，通过总结当前国有资本运营公司试点企业的实践情况，研究并提出具有普遍特征的地方国有资本运营公司运营模式。

本文首先从理论的角度对国有资本运营公司的概念进行了界定，并介绍了公司治理的相关理论。其次，阐述了国有资本运营公司的政策内涵和国有资本授权经营体制改革的主要内容；再次，研究总结了全国各省市的试点实

践经验，提出了地方国有资本运营公司的运营模式框架。最后，基于浙江省国有资本运营公司的这一案例，通过案例研究验证国有资本运营公司运营模式，并总结实践的创新做法和举措。

本文在经过充分的调查研究后总结出三方面内容：（1）国有资本授权经营体制为“国资委——国有资本运营公司——国有企业”三级授权管理架构（2）地方国有资本运营公司的运营模式是以市场化的手段，从资产管理、股权管理和投融资三个方面实现国有经济布局优化和结构调整，从而提升国有资本的运营效率；（3）浙江省国有资本运营公司在运营模式框架下，能够发挥国有资本运营公司功能作用，并在实践过程中具有一定的创新。

**关键词：**国有资本 运营模式 实践 创新

## Abstract

State-owned enterprises play a vital role in our national economy. Since the beginning of 1978, the reform of state-owned enterprises in China has experienced four stages: expansion of autonomy, separation of government and enterprise, construction of modern enterprise system and shareholding system. In different historical periods, China's state-owned enterprise reform has taken a step toward China's national conditions and the reality of state-owned enterprises. A series of measures has been taken to attain great achievements and valuable experience. The convening of the Third Plenary Session of the 18th CPC Central Committee marked a new era in the reform of China's state-owned enterprises. For the first time, it was clear that the reform of the state-owned capital authorized management system centered on the management of capital, which also meant that the state-owned enterprises had entered a new era, and the establishment of state-owned capital operation companies has become one of the important goals and means of the new round of state-owned enterprise reform.

Unlike the traditional state-owned assets supervision and management committee, the state-owned capital operating company "manages" the enterprise; its basic way is to exercise the stock right of the state-owned stock, everything is exercised according to the shareholder's right stipulated in the company law. As the State Council officially issued the implementation opinions on the pilot reform of state-owned capital operating companies, the pilot work of setting up local state-owned capital operating companies across the country was officially put on the agenda. However, the state-owned capital operation company, as a new thing, was proposed after the 18th National Congress. There are still no mature models for reorganization and establishment, investment operation mode, scope of authorization, and role development. Many places are still in the process of setting up. Therefore, at the moment, the specific operational practices of local state-owned capital operating it is necessary to research capital operating

companies and innovative initiatives, which can provide a reference for decision-making in the later reform of state-owned enterprises.

Based on this, the research question of this paper is how does the local state-owned capital operating company carry out the state-owned capital operation centering on the fields of equity, assets, investment and financing under the historical background of reforming the state-owned capital authorization management system?

The research idea of this paper is to study and propose the operation mode of the state-owned capital operating companies with universal characteristics by concentrating on the core research issues, starting from the guiding policies of the state-owned capital operating companies, and summarizing the practice situations of the pilot enterprises of the current local state-owned capital operating companies.

This paper firstly defines the concept of the state-owned capital operating company from a theoretical perspective and introduces the relevant theories of company governance. Secondly, it expounds the policy connotation of the state-owned capital operating company and the main content of the local state-owned capital authorization management system reform. Thirdly, it studies and summarizes the pilot practice experience of various provinces and cities nationwide, and puts forward the operating model framework of the state-owned capital operating companies. Finally, based on the case of the state-owned capital operating company in Zhejiang Province, this paper verifies the operation mode of the state-owned capital operating company through the case study, and summarizes the innovative practices and measures.

After full investigation and study, this paper summaries three aspects: (1) the state-owned capital authorization management system is a three-level authorization management structure of “SASAC (State-owned Assets Supervision and Administration Commission - state-owned capital operating companies - state-owned enterprises”); (2) the operation mode of the local state-owned capital operating company is based on marketization, aiming to realize the layout optimization and structure adjustment of the state-owned economy from three aspects of asset management, equity management and investment and financing, and enhance the operational efficiency of state-owned capital; (3) under the



operating mode framework, the state-owned capital operating companies in Zhejiang Province can perform the important function of the state-owned capital operating companies and be proved to be creative in the practice process.

**Keywords: State-Owned Capital; Operation Mode; Practice; Innovatio**



目录

1 绪论..... 1

1.1 研究背景与意义 ..... 1

1.1.1 研究背景 ..... 1

1.1.2 研究问题 ..... 2

1.1.3 研究意义 ..... 3

1.2 研究思路与研究方法 ..... 3

1.2.1 研究思路 ..... 3

1.2.2 研究方法 ..... 4

1.2.3 本文创新 ..... 4

1.3 论文框架 ..... 5

2 文献综述..... 6

2.1 国有资本投资与运营公司 ..... 6

2.1.1 政策性表述 ..... 6

2.1.2 国内外文献综述 ..... 7

2.2 相关理论基础 ..... 10

2.2.1 公司治理理论 ..... 10

2.2.2 公司治理的相关理论 ..... 11

3 地方国有资本运营公司运营模式..... 14

3.1 国有资本运营公司运营模式的政策内涵 ..... 14

3.1.1 国有资本授权经营体制改革 ..... 14

3.1.2 国有资本运营公司实施意见 ..... 17

3.2 国有资本运营公司的实践情况 ..... 20

3.2.1 央企层面 .....	20
3.2.2 地方国企层面 .....	21
3.2.3 具体做法 .....	23
3.2.4 运营模式的对比与借鉴 .....	25
3.3 地方国有资本运营公司现行运营模式存在的问题 .....	26
3.3.1 功能定位不够明确 .....	26
3.3.2 权限关系亟待理顺 .....	26
3.3.3 市场化运营机制有待加强 .....	27
3.4 地方国有资本运营公司运营模式建设思路 .....	27
3.4.1 思路分析 .....	27
3.4.2 理论框架 .....	29
3.4.3 理论模型 .....	30
<b>4 浙江国资基于运营模式框架评估分析.....</b>	<b>33</b>
4.1 浙江省属国有企业背景概况 .....	33
4.2 浙江国资国企改革所面临的问题和瓶颈 .....	34
4.3 浙江国资运营模式需实现的功能 .....	36
<b>5 浙江省国有资本运营有限公司案例分析.....</b>	<b>38</b>
5.1 浙江省国有资本运营公司概况 .....	38
5.2 组建思路 .....	38
5.3 运营模式 .....	41
5.3.1 资产管理业务 .....	42
5.3.2 股权管理业务 .....	44
5.3.3 投融资业务 .....	48
5.4 运营效果 .....	51
5.5 本章小结 .....	53
<b>6 本文结论.....</b>	<b>54</b>
6.1 本文总结 .....	54
6.2 研究发现 .....	54

6.3 启示意义 .....	55
6.4 本文不足 .....	56
参考文献 .....	57
致谢 .....	60



# 1 绪论

在本部分中，将对此次论文研究的背景进行总体的介绍，并对所研究的问题进行阐述，阐明研究所使用的方法，并指出论文研究的实践意义及具有新颖性的地方，最后对本文撰写的具体结构进行介绍。

## 1.1 研究背景与意义

本章节将对论文的研究背景进行介绍，提出研究问题，并阐明研究意义。

### 1.1.1 研究背景

我国社会经济不断地高速发展，国有企业改革在其中发挥着至关重要的作用。从 1978 年改革开放至今，我国的国有企业改革大致经历了四个主要的变革阶段，分别是对自主权进行扩张、将政府与企业分离、建立现代化的企业制度以及实施股份制公司。由于所处时期的环境不同，国有企业改革从我国当时的情况和国企实际情况出发，实施了多项重要举措，并获得了有目共睹的巨大成就和宝贵经验。

国有资产管理体制是我国社会主义全民所有制的体现，也是我国经济体制改革的基本问题。1999 年 9 月，党的十五届四中全会首次提出“国家所有、分级管理、授权经营、分工监督”为原则的国有资产授权经营管理体制；2003 年，党的十六大提出要在社会主义市场经济体制下建立新的国有资产管理体制，设立国有资产监督管理委员会，由中央政府和地方政府履行出资人职责。国资委按照权力、义务、责任相统一，管人、管事、管资产相结合的方式对下属国有企业实施监管。2008 年 10 月，国家通过立法的形式正式确立国资委为国有企业出资人代表，国资委的法律主体地位被正式认定。

随着社会主义经济不断发展，以习近平同志为核心的党中央从社会主义主要矛盾发生新变化的事实出发，对新一轮国资国企改革提出了新的要求。党的十八届三中全会提出要以管资本为主完善国有资产管理体制，改革国有资本授权经营体制，组建国有资本运营公司。随后，国务院《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》正式出台，组建国有资本运营公司成为新一轮国有企业改革的“重头戏”。文件中，国务院首次就国有资本运营公司和国有资产监督管理委员会的职责边界加以明确说明，允许国有资本运营公司代表国资委履行出资人职责，实现权利和义务相统一。

2018年7月，国务院继续出台了推进国有资本运营公司改革试点的实施意见，加快了国有资本运营公司试点工作节奏，文件中就国有资本运营公司的总体要求、试点内容、实施步骤、配套政策等进行了更加细化的顶层设计。当前，国有资本运营公司的相关试点实践活动已由中央拓展到地方，地方国有资本运营公司的试点工作进入全面落地期。

### 1.1.2 研究问题

本文的研究对象界定于地方国有资本运营公司。依据国务院出台的试点实施意见，国有资本运营公司的工作目标是更高效地运作国有资本，并取得更高的资本收益，其投资形式应主要为财务性质的股份持有，通过多种资本运作，如股权、基金、项目孵化等方式，有效地使存量国有资产得以盘活，并成为社会资本发展的带动者，实现国有资本保值增值。那么，结合全国各地的试点工作，地方国有资本运营公司具体应该如何组建？地方国有资本运营公司的总体运营模式是什么？上述问题都是在实践中亟待确定的事项。

故而，本次论文要研究的问题为在全国推进国有资本运营公司试点工作的背景下，地方国有资本运营公司如何开展资本运营？其中，围绕国有资本运营公司的政策初衷和目的，从三个方面开展具体的论述：第一，地方国有资本运营公司运营模式是什么？第二，如何建立地方国有资本运营公司运营模式？第三，以浙江省国有资本运营公司为例，验证地方国有资本运营公司运营模式的适用性。



### 1.1.3 研究意义

国有资本运营公司自党的十八届三中全会上提出以后备受关注，相关组建国有资本运营公司的政策或有关文件陆续实施，这一有关完善国有资产管理体制的举措受到了多方面的关注，对国有资本运营公司的深入研究契合目前的政治经济热点，同时对于国资国企改革实践活动来说也具有重要的研究价值。据不完全统计，目前央企中已有数十家公司投入了国有资本投资运营试点，地方国有企业已实施的国有资本投资及运营改组的公司也近百家，试点工作已经取得了阶段性的进展。然而国有资本运营公司试点作为新一轮国企改革的新生事物，很多地方只是将原有企业集团简单“翻牌”，在具体运营模式上仍延续原有业务，并没有发挥出国有资本运营公司应有的作用，一些地方甚至尚在组建过程中。并且，由于该项试点工作展开时间较短，即使是较早开展试点的国有资本运营公司相互之间的运营模式也各不相同，后续建立的国有资本运营公司迫切需要一套可供借鉴的成熟运营模式，因此，在当前时点根据现有国有资本运营公司试点企业总结出一套有效的运营模式以供参考，对后续国有资本运营公司这一新的市场主体研究具有十分重要的前瞻性意义和实践意义。

## 1.2 研究思路与研究方法

### 1.2.1 研究思路

首先，将有关文献资料中获得的理论进行梳理，对其中与本次研究问题相关的内容进行汇总，实施理论上的论证，从而总结出国有资本运营公司的概念内涵和授权经营模式。

其次，分析国有资本运营公司当前实践情况，通过对具有代表性的试点案例研究，总结实践经验和存在的问题，研究提出地方国有资本运营公司运营模式框架。

最后，基于地方国有资本运营公司运营模式框架，验证浙江省国有资本运营公司的适用性，总结其创新的实践做法，并评估国有资本运营公司政策目标的实现性。

### 1.2.2 研究方法

一、理论分析的方法。对国有资本运营公司运营模式进行概念内涵和外延的确定，站在理论角度对核心功能定位和授权体系之间的联系进行研究。

二、比较分析的方法。以我国目前具有代表性的国有资本运营公司作为研究的实证，对我国国有资本运营公司运营模式进行分类比较，总结出运营模式的总体框架。

三、案例分析法。对浙江省国有资本运营公司的实证案例进行深入研究，从案例公司具体开展国有资本运营管理角度提炼国有资本运营公司运营模式的适用性和不足之处。

### 1.2.3 本文创新

本文具有新颖性的地方包括：第一，总结形成国有资本授权经营体制的整体框架。国有资本授权经营体制的框架是通过“出资人机构——国有资本运营公司——国有企业”三层级授权的方式实现国有资本所有权与企业经营权相分离。

第二，总结形成地方国有资本运营公司的运营模式。国有资本运营公司不从事具体的生产经营活动，其运营模式是围绕资产管理业务、股权管理业务和投融资业务三个方面，以市场化的方式开展国有资本运作，推动国有经济布局优化和结构调整，提升国有企业运营效率，从而增强国有经济活力、控制力、影响力。

第三，从浙江省国有资本运营有限公司的组建思路、运营模式、运营效果三个方面出发，验证了国有资本运营公司运营模式理论框架的适用性，地方国有资本运营公司运营模式围绕资产管理业务、股权管理业务和投融资业务搭建，能够实现组建国有资本运营公司的政策目标。

### 1.3 论文框架

第一部分为论文研究问题的提出，阐述研究在理论及实践层面的意义，对课题研究所采用的方法、论文撰写的结构及新颖性进行简要阐述。

第二部分为从政策性描述上对国有资本运营公司的概念进行了界定，就现阶段国内外关于国有资本运营公司相关的研究成果进行综述，并介绍了公司治理理论。

第三部分主要论述国有资本运营公司及其授权经营体制的创建。在此部分中，回答了为什么要组建国有资本运营公司、国有资本运营公司实现什么功能作用和怎么样组建国有资本运营公司三个问题，通过对现行国有资本运营公司试点企业的分析总结，研究提出了地方国有资本运营公司运营模式框架。

第四部分为案例分析。基于地方国有资本运营公司运营模式框架，以浙江省的国有资本运营公司作为实证案例，评估运营模式框架的适用情况，并对设立国有资本运营公司政策目标的实现情况进行了评价。

第五部分为论文的结论。通过前文的理论研究和案例探索，说明研究所获得的普遍性结论，希望对我国国有企业未来的深化改革提供思路和启发，同时也说明本次研究中仍存在的缺陷和遗憾。

## 2 文献综述

本章节主要是对已有研究成果按照论证逻辑进行归纳与梳理，介绍了目前学界关于国有资本投资、运营公司的已有研究成果以及理论基础。

### 2.1 国有资本投资与运营公司

#### 2.1.1 政策性表述

从政策性表述来看，国有资本投资公司和运营公司两者的概念最早可追溯到 2013 年党的十八届三中全会的会议精神。《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提到国家将组建起多个国有资本运营公司，同时还明确国家对组建国有资本投资公司的态度，即对那些有条件的国企改制为国有资本投资公司予以支持。

2015 年第三季度，国务院针对国企改革专门出台了《关于深化国有企业改革的指导意见》，其中对国有资本投资运营这两类公司的战略定位加以明确，对其同国资委两者间所具有的授权经营关系予以明确，强调国有资本运营公司履职行为主要基于国资委的授权。

2016 年第二季度，国务院就如何完善国资管理体制这一问题专门出台了《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》，其中对国资运营公司的组建方式加以明确。在该意见中清晰的指出，组建国有资本运营公司的方式主要有两种：一是划拨现有商业类国企的国有股份；二是国资经营预算注资。

2018 年第三季度伊始，国务院就国有资本运营公司改革试点工作出台了《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》（以下简称《意见》），这是国务院首次专门针对国有资本运营公司出台的指导意见。在该实施意见中明确了上述两种类型的公司的诸多内容，具有很强的指导作用。

《意见》明确了国有资本投资、运营公司是国有独资公司，是国家授权履行国有资本出资人职责的市场化运作专业平台，不从事具体生产经营活动，还对国有资本运营公司试点工作的整体要求、内容、实施步骤和配套政策均作了表述，《意见》相比此前发布的文件更具体化、更具有可操作性，但《意见》对国有资本运营公司具体的运营模式并没有予以明确，强调各地先行先试，积极总结可供推广、可供复制的成熟经验。

### 2.1.2 国内外文献综述

由于国有资本运营公司对于我国而言为全新概念，故而目前针对这些领域的研究相对较少，绝大多数研究较为初步，大多集中在下述方面：一是对国资管理体制变革进行建议；二是对运营公司概念进行界定；三是对运营公司的特征展开分析；四是就运营公司的实际运营模式和实施机制进行的探索和研究。

#### （1）国有资产管理体制变革方面

依照 Chan<sup>[1]43-54</sup>的观点，国资管理部门所扮演的角色不仅局限在企业出资人，同时也承担着社会监督管理者的责任，双重身份的存在必然导致国资管理部门会出现身份混淆问题，这是由于对于市场主体而言，其无法对国资管理部门所作行为时扮演的角色予以有效区分，到底什么时候是站在政府的立场对市场进行干涉；什么时候则是站在所有者以及投资者的角度给予市场相应的保护。Koppell<sup>[2]255-278</sup>表示，国资管理体制改革的过程中，政府应当做到双管齐下，一方面放开国企直接管理这项工作；另一方面加强国企特殊规制层面的建设力度。世界银行和国务院发展研究中心联合课题组<sup>[3]</sup>的研究成果显示，国资委所拥有的职能应当仅仅局限在两个方面：其一是政策制定；其二是监管。故而国资的具体操作应当放手由国资管理公司承担，同时其还表示，作为实际操作者，国资管理公司应不仅具有来自于国资委的明确授权，同时其在开展资产管理工作时应当做到独立、专业。此外，这类公司的绩效考核必须确保公开、透明。Chen, Firth and Rui<sup>[4]82-109</sup>认为国有企业受到来自于政府机构的指导，从某种程度而言，其所作出的行为实际上是国家政策的履行。这就使得国企将更多的着眼点放在财富如何分配而非创造上，会使得决策容

易偏离经营绩效最大化的目标；Cheng<sup>[5]47-79</sup>的观点是应专门针对内外部各设立起各一套评估机制，以此对国资管理部门能否将工作重心放在国资保值增值方面进行必要的监督。Sam<sup>[6]258-273</sup>表示国资管理不应该追求多重目标的实现，其在对国有资产管理典型代表新加坡的淡马锡公司展开研究后表示，该公司之所以能够在实践中高效运作，其同政企分开、政资分开是分不开的。“政府—国资运营公司—混合所有制企业”三段式的国资管理体制在实践中已证实是有效的，在这三层结构中，国有控股公司在其中扮演着中间平台的角色，其所肩负的职责主要局限在制度建设层面，具体包括国企绩效评估以及公司治理等方面。在国资管理体制改革的这一层面展开研究方面，刘纪鹏、黄习文<sup>[7]41-44</sup>、郭春丽<sup>[8]4-7</sup>认为通过国有资本运营公司的组建，可推动国资管理改革更上一个台阶，有助于尽快搭建起新体系。就功能定位这一特征来说，尽管这两类公司从本质上来说均属于国资委职能转变所借力的重要平台，然而两者还是存在着较大的差异。

#### （2）定义的阐述方面

马浩东<sup>[7]22-24</sup>主要站在国有资本投资、运营两类公司的内涵和定位角度基础上，就这两类公司在诸多方面进行对比，具体包括：一是设立目标；二是功能定位；三是操作方式；四是对下属企业所采用的管控手段；五是下属企业产业特征等。经由研究后，其认为国资运营公司在实际运营过程中更注重两个方面：一是市场化资本运作；二是资产经营。故而其一方面期望获得更好的资本回报，切实实现资本的合理流动，另一方面则期望促进国资布局调整和改革，以此确保资本得以最优化配置。

#### （3）特征分析

张俊<sup>[8]</sup>从我国国有资本运营体制现状及突出之处这两点着手，站在国资运用公司功能定位这一层面提出这一类型公司所具有的公共性要求、与政府部门的关系要求、与所出资企业的关系要求，并对国有资本运营公司的治理结构也做了介绍。

李军、肖金成<sup>[12]64-66</sup>同时也从绩效评价的角度出发，对国有资本运营公司的特征进行研究，提出适用于国有资本运营公司的评价内容、评价系统和原则以及评价指标。

#### （4）运营模式与实施机制

以新加坡国家控股公司淡马锡的经营模式来借鉴国有资本运营公司的文章多有涉及，如郭立民<sup>[14]144-145</sup>对新加坡所采用的国资运营模式用“三层经营模式”来命名，在这三层之中，国家控股公司扮演着至关重要的核心作用。淡马锡控股有限公司所起到的作用既有别于政府，也有别于实体企业，其介于两者之间。这种模式之所以能够在新加坡实践中取得巨大的成功，归根及底在于其自身可完全遵循市场原则进行独立运作。潘泽清<sup>[10]109-119</sup>以新加坡淡马锡公司为例，认为国有资本运营公司投资策略选择上应注重投资的长远收益，并且关注流动性高的资产。

肖金成、李军<sup>[11]33-43</sup>对国资投资、运营公司实际的运营模式和机制展开研究和探讨，同时立足于我国国企改革实际以及所存在的问题，阐述了设立这两类公司所具有的现实意义，同时就此类公司在具体的运营机制、基本特征、主要任务、治理结构作了详细地设计。

除此之外，以袁东平、陶平生<sup>[10]29-32</sup>为代表的一系列学者均站在国资投资、运营两类公司的运作模式和机制层面展开深入研究和探讨，依照他们的研究成果显示，这两类公司是确保资本职能得以有效转变的重要方式，与此同时，这两类公司均采用市场化运营的方式运作，具体分为下述两个层次：从第一层次来说，作为国资投资、运营公司的实际出资方，国资委应当依照相关法律法规的规定行使股东权利，以此有效规避其对国企所作出的直接干预的行为；从第二层次来说，作为接受授权行使职能的一方，国资投资、运营公司应当采用管资本的方式履职。

严冬<sup>[13]38-39</sup>从集团管控的角度对国有资本运营公司进行研究，包括管控的范围和边界、运营监控指标的建立、运营监控手段和工具的介绍和管控模式评析四个方面，介绍了国资运营公司如何有效落实自身所肩负的出资人职责，如何利用股权与资本这两者构建起富含生机与活力的管理控制模式，国有资本运营公司既要使利益相关方的积极性最大限度激发出来，同时也必须对公司的治理与风险防范、控制机制加以优化和完善，以此有效规避自身所需面临的投资风险。

## （5）案例研究

罗新宇、田志友、朱丽娜<sup>[14]104-107</sup>对国内地方国有资本投资、运营公司发展现状与趋势进行了初步总结，提出了地方国有资本投资、运营公司已形成

了五个方面的主要趋势，分别是“融投管退”的运营模式、对外投资基金化、混合所有制改革进程加快、市场化选人用人机制逐步建立和市场化激励机制的逐步探索和创新，对摸清国有资本运营公司的整体脉络有较好的借鉴意义；赵振兵<sup>[15]60-61</sup>从河北省省级国有资本运营公司的基本战略架构、重点改革设计、实施保障措施三个方面描述了如何设立省一级的国资运营公司，同时站在战略角度对国资运营公司的发展思路进行了细化，提出了“管”、“运”、“融”、“投”四个理念。干昕艳<sup>[16]74-75</sup>选取了衢控控股、重庆渝富、深圳远致三家国有资本运营公司进行组织架构研究，提出了有效发挥董事会和监事会作用的建议。

综上，由于国有资本运营公司尚处在试点阶段，时间较短，全国地点仍在模式阶段，现阶段对国有资本运营公司的研究成果更侧重在政策的解读和运营模式的设想方面，还未对此类公司如何真正开展运作进行深入研究，同时也未对怎样开展国资运营这一问题给出答案。

## 2.2 相关理论基础

### 2.2.1 公司治理理论

亚当·斯密<sup>[17]46-60</sup>在1776年的著作《国富论》提到因为利益分配的不同，股份公司的董事和合伙企业的合伙人会做出截然相反的举动，《国富论》指出了现代企业所有权与经营权分离所产生的问题。1984年英国经济学家 Bob Tricker<sup>[18]108-130</sup>首次在文献中着手阐述现代企业公司治理的重要性，公司治理概念自此产生。而后经济学家 Oliver Williamson<sup>[19]79-94</sup>认为企业的出现是其作为一种治理结构的需求导致，而不是具体的生产功能原因。公司治理的定义存在多角度理解：

从制度安排角度出发，Colin Mayer (1995)<sup>[20]</sup>指出，随着经济发展，现代企业由于所有权和控制权相分离，需要一种制度安排来实现对公司各级管理人员激励，这一制度安排的体现就是公司治理。Blair (1995)<sup>[21]66-75</sup>也认为公司治理是一种制度安排，它对公司的控制权和剩余索取权进行掌控，从而决定了公司的风险控制和利益分配。



从组织机构角度出发, 吴敬琏<sup>[22]90-102</sup>认为公司治理是企业主、董事会和高级管理人员之间相互制衡形成的组织构架, 想要进一步完善公司治理, 就要从权责利三个方面对公司股东、董事会和高级管理人员进行明确。

从广义和狭义两个角度出发, 李维安<sup>[23]130-135</sup>认为广义的公司治理则是由一系列协调公司和其利益相关者关系的制度安排, 而狭义的公司治理指的是公司股东大会、董事会、监事会三者的集合产物。张维迎<sup>[24]34-55</sup>认为企业所有权安排的具体化就是广义的公司治理, 而狭义的公司治理是细化的, 是安排公司股东权利、董事会功能等方面的制度。

从解决问题角度出发, Berle 和 Means<sup>[25]30-55</sup>倾向于把公司治理看做是平衡所有者和经营者关系的方式; Fama 和 Jensen<sup>[26]301-349</sup>认为, 公司治理研究是围绕如何降低代理成本, 解决好所有权和经营权相分离的情况。Shleifer 和 Vishny<sup>[27]737-783</sup>则提出, 公司治理要保障股东和债权人等资本供给方的投资回报。

## 2.2.2 公司治理的相关理论

### (1) 产权理论和超产权理论

黄少安<sup>[28]38-40</sup>认为, 所有制涉及所有权、占有权、支配权和使用权等, 所谓的产权制度就是将上述权力如何行使的具体化。公司通过制度对剩余索取权和剩余控制权进行安排即是公司的治理结构。在产权理论的基础上, 考虑竞争因素的影响是超产权理论的特征, 并且竞争因素至关重要。超产权理论认为产权明晰虽然能够改善公司治理, 但同样需要竞争这一因为迫使企业完善公司治理。Martin 和 Parker<sup>[29]204-207</sup>通过研究发现, 市场结构对企业效率有很大的影响, 实施产权改革的企业只有在竞争市场中得以提高生产效率, 而在垄断市场中并没有产生影响。

### (2) 两权分离理论

两权指的是所有权和控制权, 伯利和米恩斯<sup>[30]49-60</sup>通过研究发现相当比例的美国公司由没有公司股权的管理层进行实际经营; 随着时间推移, 钱德勒<sup>[31]135-137</sup>发现两权分离现象更加普遍, 具有专业知识的管理层虽然不持有公司股权, 却实际运营着企业, 所有权和控制权不再一致。两权分离的出现同时引发了公司治理的问题, 所有两权分离理论也是公司治理理论的基础。

### （3）契约理论

苏启林<sup>[32]</sup>把契约理论分为委托代理理论、不完全契约理论以及交易成本理论，三种理论从不同的角度来解释了公司治理问题。

一是委托代理理论。当企业的所有者失去了企业的控制权，如何监督实际控制的管理层行为？这一问题的引出了委托代理理论。从经济学角度，可以把委托代理管理看成是一种契约关系，委托人以让渡决策权的方式，聘用代理人来履行相关职责。把企业的所有者看作委托人把企业的管理层看作代理人，双方的经济利益不一致，二者的风险也不对等，双方的信息也不对称，只有通过公司治理的有效安排来促使代理人为委托人的利益最大化服务。

二是不完全契约理论。格罗斯曼——哈特<sup>[33]691-719</sup>认为，为有效激发产权安排的激励效应，要尽可能地保证企业剩余控制权与剩余索取权相统一，使得企业的决策者为自己的决策结果负责，这样就能够防止他们以牺牲企业利益为代价为己谋私。同理，如果剩余控制权与剩余索取权不平等，企业的决策者就可以为了自己的私利损害企业的利益。

三是交易成本理论。张维迎<sup>[34]70-80</sup>认为，交易成本理论由间接定价理论和资产专用性理论组成。间接定价理论认为节约市场直接定价成本是企业的功能。资产专用性理论认为企业在契约不完全的条件下可以减少资产专用性引发的机会主义问题。

### （4）利益导向理论

公司治理中的利益导向问题主要包括股东治理模式和利益相关者治理模式。

股东治理模式认为股东应在公司治理中占主导地位，因为股东是企业的所有者。该理论关注企业的剩余索取权，股东作为企业剩余的唯一索取者，由股东直接控制企业能够让企业治理效率最大化。在此思路指导下，公司的各项权力都只能由所有者分配，公司的最高权力机构是股东大会。利润的最大化是企业的核心目标。

利益相关者治理模式认为企业存在两个或多个要素所有者以合作的方式获取更多收益，因此又被称为“共治理论”。从这个思想出发，企业应采取一系列地手段赋予利益相关者更大的控制权，从而确保不同的利益相关

者能够相互合作，从而实现所有利益相关者的利益最大化。与股东治理模式相比，企业的核心目标不再只聚焦于股东利益。

#### （5）分权制衡理论

随着经济发展，越来越多的现代公司出现所有权和经营权的分离，公司治理碰到了难题。由于公司内部存在着决策、执行和监督三种类型的权利，人们希望通过引入分权理论让这三种权利既相互依存，又相互制约，实现“以权利约束权利”的效果，从而实现企业整体的平衡运行。

本轮国企改革的重点方向是通过组建国有资本运营公司，完善国有资产授权经营体制，实现政企分离，改善国有资本运营效率，上述国有公司治理理论的研究为本文的研究提供一定的理论基础。

## 3 地方国有资本运营公司运营模式

为解决国有资本运营公司如何开展资本运营这一核心问题，首先要对国有资本运营公司政策进行分析，国有资本运营公司实现什么功能作用？其次，结合实际，总结已开展国有资本运营公司试点企业实践情况和遇到的难点，研究怎样通过有针对性地安排，形成一套较成熟的运营模式。最后，根据分析思考提出组建地方国有资本运营公司的思路和工作方法。

### 3.1 国有资本运营公司运营模式的政策内涵

#### 3.1.1 国有资本授权经营体制改革

探索有效的国有资产经营方式，提高国有资本营运效率，一直是我国经济体制改革理论创新与实践探索的重点。随着国有企业所处的市场外部环境日益充分，传统的“权利、责任、义务”相统一、“管人、管事、管资产”相结合的国有资产管理模式既束缚了国有企业活力，也弱化了国资委的监管职能，历来广受诟病，完善国有资产管理体制势在必行。

组建国有资本运营公司这一政策目的，就是通过这样体制的安排，将国资监管机构的监管和运营两大职能剥离开来，真正建立起市场化的国有资本运营机制，从而提升国有资本经营活力和影响力。那么国有资本运营公司如何怎样履行出资人权利？如何将持有的股权、资产以市场化的方式展开运作？国资授权经营体制改革的理论与实践正是围绕这一中心命题，不断地探寻真正行而有效的运营模式。

表 3-1 改革组建国有资本运营公司相关政策要点梳理

时间	文件名称	发文主体	主要内容
2013. 11. 12	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	中共中央	1、积极发展 <b>混合所有制经济</b> ，国有资本投资项目允许非国有资本参股； 2、改革国有资本授权经营体制 <b>组建若干国有资本运营公司</b> ； 3、国有资本继续控股经营的自然垄断行业。
2015. 8. 24	《关于深化国有企业改革的指导意见》	中共中央、国务院	1、以 <b>管资本为主</b> 推进国有资产监管机构职能转变； 2、改组组建国有资本投资、运营公司； 3、推进国有资本合理流动优化配置； 4、推进 <b>经营性国有资产集中统一监管</b> 。
2015. 10. 25	《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》	国务院	1、通过 <b>划转</b> 现有商业类国有企业的国有股权，以及国有资本经营预算注资来改组、组建国有资本运营公司。 2、国有资产监管机构以“ <b>一企一策</b> ”方式对国有资本运营公司履行出资人职责。 3、以 <b>财务性持股</b> 为主。 4、开展政府 <b>直接授权</b> 试点工作。
2017. 5. 10	《国务院国资委以管资本为主推进职能转变方案的通知》	国务院、国资委	1、推动 <b>设立相关投资基金</b> 。 2、组织、指导和监督国有资本运作平台开展 <b>资本运营</b> 。 3、推动国有资本向重要行业、关键领域、前瞻产业 <b>集中</b> 。 4、 <b>精简监管事项</b> ，增强企业活力。
2018. 4. 12	《国务院关于落实<政府工作报告>重点工作部门分工的意见》	国务院	赋予更多 <b>自主权</b> ，加快形成有效制衡的法人治理结构和灵活高效的市场化经营机制。
2018. 7. 30	《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》	国务院	明确国有资本运营公司 <b>功能定位</b> 、 <b>组建方式</b> 、 <b>授权机制</b> 、 <b>治理结构</b> 、 <b>运行模式</b> 等。

资料来源：根据国务院、国资委网站有关政策文件整理

如表 3.1 所录，从党的十八届三中全会《决定》开始，国有资本授权经营体制改革成为完善国资监管体制改革的核心，新一轮国资国企改革在突出分类监管的基础上，凸显两个关注：

一是更加关注整个国民经济。大力发展混合所有制经济，更加注重发挥国资国企对社会各类资本和企业的引导带动作用，通过放大国有资本的效能，

提升国有资本的流动性，以国资改革带动国企发展，更加注重通过市场机制实现国资布局的动态优化，使国资向基础设施与民生保障、战略新兴产业、先进制造业与现代服务业等关键领域集聚。

二是更加关注国有资本。国资委从“管企业”向“管资本”为主转变，构建“国资委——平台公司——国有企业”的三层国资监管架构体制，实现“政企分开、政资分开”，以市场化方式运作国有股权和国有资本，国有资本运营公司成为政府与企业之间的“桥梁”与“栏栅”，通过构建“出资人机构——国有资本运营公司——国有企业”授权架构，实现从国有资产管理体制向国有资本授权经营体制转变。其中，国有资本运营公司扮演着极其重要的角色，这也是构建功能齐全的国有资本授权经营体系的关键所在，如图 3-1 所示。

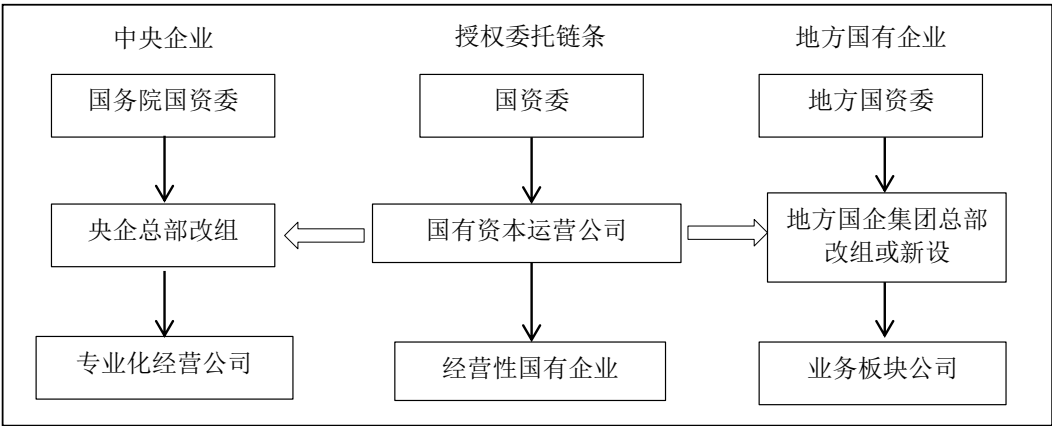


图 3.1 国有资本授权体制构成

资料来源：根据表 3-1 内容整理

按照这一国资国企深化改革发展的总体要求，建立综合性、统一性的国有资本运营平台将成为其中最为重要的创新之举，通过这一国资运营的功能平台，能够实现以“管资本”为主的国资监管方式，推进国有资产证券化，引导国有资本投向重要领域，国资监管“管少、管精、管好”，不断提升国资国有企业的企业活力和竞争力。

### 3.1.2 国有资本运营公司实施意见

为有效促使国有资本运营公司改革试点得以顺利进行，国务院为此发布《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》（国发〔2018〕23号，以下简称“《意见》”）这一指导文件作为支撑。在该《意见》中，首次系统地对组建国有资本投资、运营公司改革试点中涉及的功能定位、组建方式、授权机制、治理结构、平台运行模式以及相关配套政策做了顶层设计说明，政策要点如图 3.2 所示。

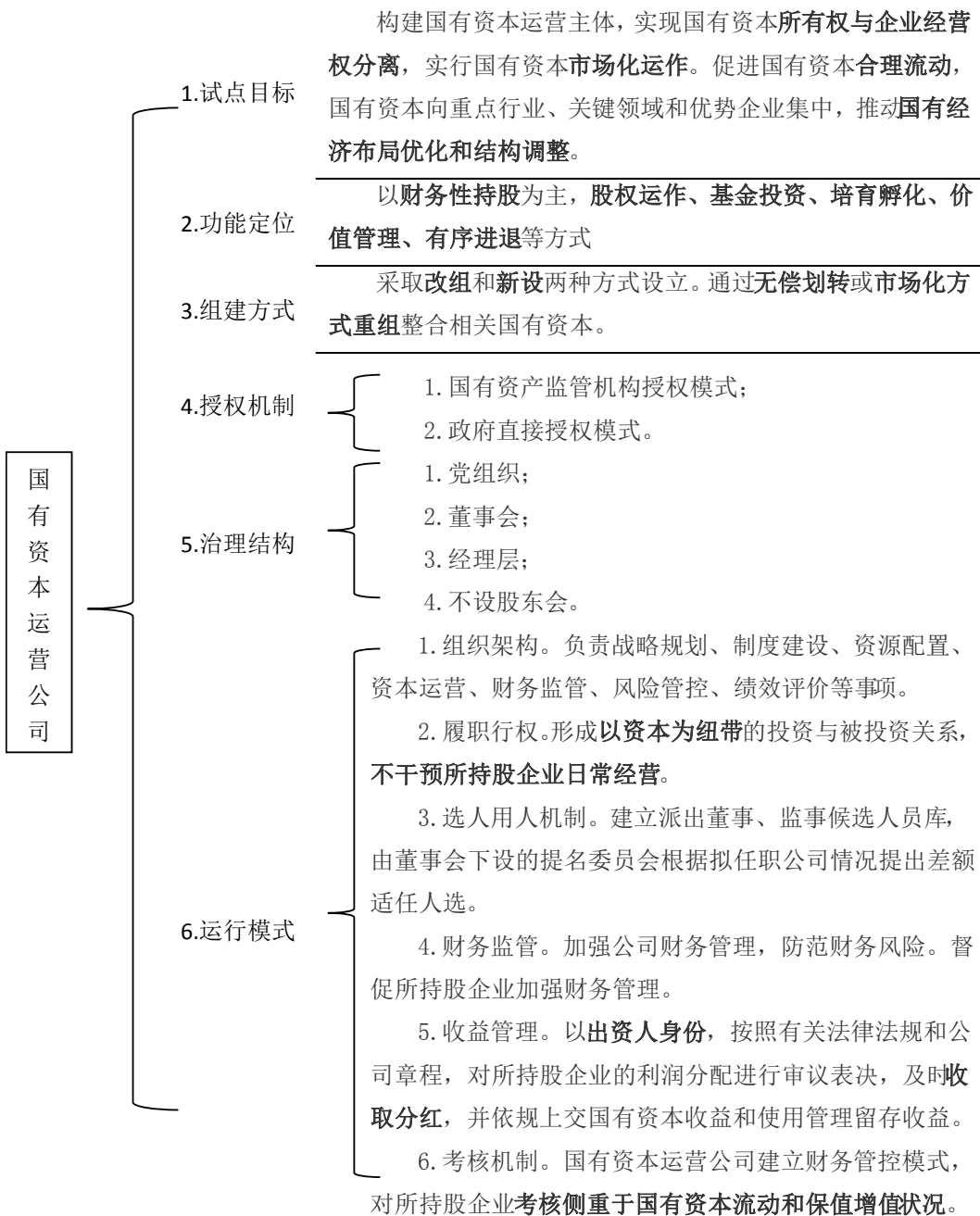


图 3.2 《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》政策要点梳理

资料来源：根据《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》内容整理

从国有资本运营公司这个层面上来说，其在主要目标上非常明确，就是以促使国有资本运营效率与国有资本回报实现提升作为相应的目标，且以财务性持股作为主要持股方式，以市场化的方式运作国有资产，增强国有资本



流动性，更多地投入到新兴产业、战略产业、高科技产业，实现国有经济结构优化。

从体制上分析，可以看出国有资本运营公司能够改变国资监管目前存在的问题，即“既当运动员，又当裁判员”的困境，通过厘清国资监管与国企经营之间的关系，国有资产管理委员会专司监管，国有资本运营公司专司经营，通过这样体制的安排，将监管和运营两大职能剥离开来，真正建立起市场化的国有资本运营机制，从而提升国有资本经营能力、企业活力和社会影响力。

从经营上分析，国有资本运营公司更侧重采用市场化的手段促进国有资本保值增值，强调资本运作。由于历史原因，一方面相当多的国有资本分布在传统行业的存量资产上，核心竞争力差，资本回报率低，甚至部分行业存在严重的产能过剩，随着社会经济的发展和供给侧改革的推进，形成了大量非主业、不符合发展战略的沉淀资产，这部分国有资产亟待退出盘活；另一方面，从国有资本历史形成来看，很多国有企业通过借债扩张形成了大量资产，但其收益首先要用于偿还借债本息，这部分资产看起来数量庞大，但国有资本运营效率很低，这部分国有资产亟待提升效益和效率。

综上所述，国有资本运营公司旨在通过厘清国资监管与国企经营之间的关系，协调好国资存量与国资增量之间的关系，提高国有资本配置和运营效率，增强提升国有经济的经营活力和影响力，如图 3.3 所示。

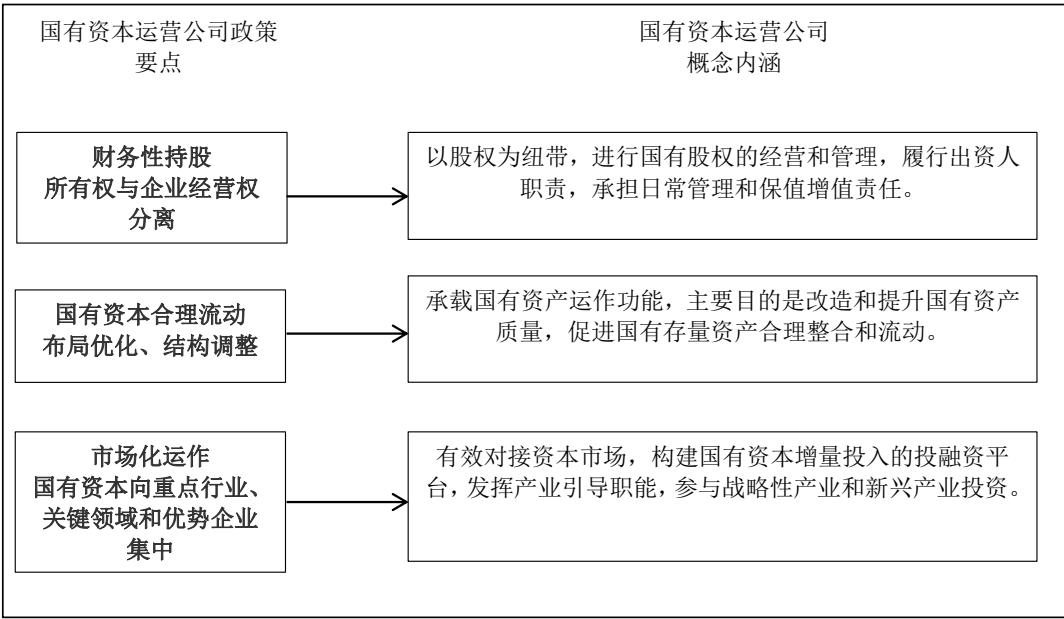


图 3.3 国有资本运营公司概念内涵

资料来源：根据图 3.2 内容整理

## 3.2 国有资本运营公司的实践情况

### 3.2.1 央企层面

2013 年 11 月《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中做出明确部署以来，中央和省市层面均开展了相关试点工作。2014 年 7 月，国资委将中粮集团、国家开发投资公司列为首批国有资本投资公司试点单位；2016 年 2 月，在原有两家试点的基础上，国家宣布诚通集团、中国国新两家为国有资本运营公司试点。紧接着 2016 年 7 月新增 6 家国有资本投资公司试点，包括中国五矿集团公司、神华集团（现国家能源集团）、宝武集团、招商局集团、中国保利集团和中国交通建设集团，形成“2+8”结构。2018 年，又在“2+8”的基础上，新增了 11 家央企试点企业，分别为中国建材集团、中铝集团、中国远洋海运集团、中国航空工业集团、中国机械工业集团、国家电力投资集团、中国通用技术（集团）公司、中广核、华润集团、新兴际华集团、南光集团，如图 3.4 所示。。

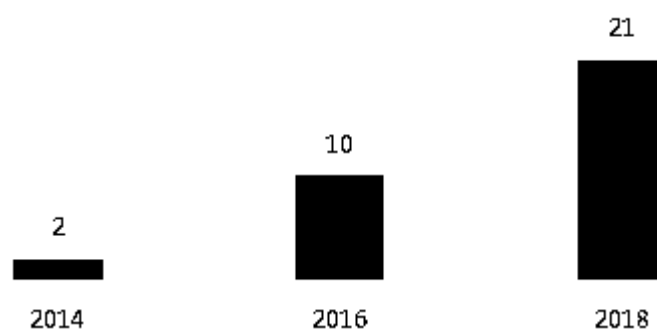


图 3.4 央企试点企业数量（家）

数据来源：根据 3.2.1 章节内容数据整理

### 3.2.2 地方国企层面

由于缺乏官方统一发布的地方国企改革试点企业名单，只能根据国资委及其它权威机构在会议报导或刊物上公布的不完全统计数据予以考察。2017 年 6 月 7 日，国务院国资委发展研究中心在全国地方国有资本投资运营公司创新联盟第三次圆桌会议上表示，“截止目前，各个省区市成立国有资本投资运营公司有 52 家”。《上海企业》2017 年 9 期公布信息提到，“截止到 2017 年 6 月底，26 个地方国资委改组组建了 72 家投资运营公司”。2018 年 11 月 19 日国资委召开国有资本投资、运营公司座谈会，国资委与会代表表示，已经在 122 家地方国有企业开展试点，如图 3.5 所示。。

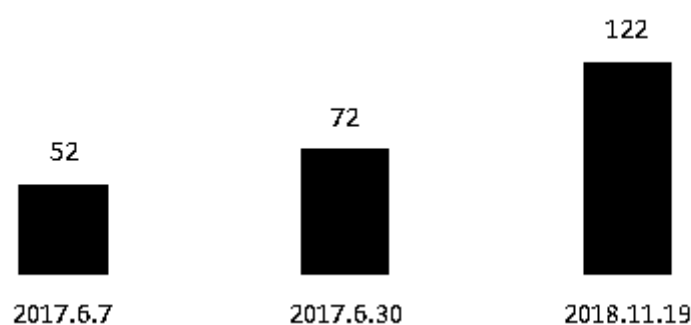


图 3.5 地方国企试点企业数量（家）

数据来源：根据 3.2.2 章节内容数据整理

根据不完全统计，目前已经公布的中央和地方的国有资本投资公司和运营公司试点名单详见表 3-2。

**表 3-2 中央及地方两类公司试点名单（部分）**

区域	国有资本投资公司	国有资本运营公司
中央	国家开发投资集团有限公司 中粮集团有限公司 神华集团有限责任公司 武汉钢铁有限公司 中国五矿集团有限公司 招商局集团有限公司 中国交通建设集团有限公司 中国保利集团有限公司	中国诚通控股集团有限公司 中国国新控股有限责任公司
北京	北京控股集团有限公司	北京首都旅游集团有限责任公司
上海	上海国际集团有限公司	上海国盛（集团）有限公司
江苏	江苏交通控股有限公司	江苏省国信资产管理集团有限公司 徐州市国有资产投资经营集团有限公司
吉林	吉林省吉盛资产管理有限公司	吉林省国有资本运营有限责任公司
黑龙江	黑龙江辰能投资集团有限责任公司	黑龙江省投资集团有限公司
河北	河北建设投资集团有限责任公司	河北省国有资产控股运营有限公司
河南	河南能源化工集团有限公司	河南投资控股集团有限公司
广东	广东粤海控股集团有限公司	广东恒健投资控股有限公司
广西	广西投资集团有限公司	广西宏桂资本运营集团有限公司
福建	福建省投资开发集团有限责任公司	厦门市政集团有限公司
云南	云南省建设投资控股集团有限公司	云南省国有资本运营有限公司
海南	海南发展控股有限公司	海南省国有资本运营有限公司
浙江	浙江省能源集团有限公司 浙江省交通投资集团有限公司	浙江省国有资本运营有限公司
安徽	安徽省投资集团控股有限公司	安徽省国有资产运营有限公司
湖北	湖北省宏泰国有资本投资运营集团有限公司	湖北省宏泰国有资本投资运营集团有限公司 武汉国有资产经营有限公司
重庆	重庆化医控股（集团）公司 重庆机电控股（集团）公司 重庆商社（集团）有限公司	重庆渝富控股集团有限公司 重庆市水务资产经营有限公司 重庆市地产集团
四川	四川省投资集团有限责任公司	四川发展（控股）有限责任公司
宁夏	宁夏建设投资集团有限公司 宁夏交通投资集团有限公司 宁夏农业投资集团有限公司 宁夏旅游投资集团有限公司	宁夏国有资产投资控股集团有限公司 宁夏国有资本运营集团有限责任公司
内蒙古	内蒙古能源发电投资集团有限公司	包头钢铁（集团）有限责任公司 内蒙古国有资本运营有限公司
新疆	新疆投资发展（集团）有限责任公司	新疆金融投资有限公司

区域	国有资本投资公司	国有资本运营公司
青海	青海省国有资产投资管理有限公司	青海省三江集团有限责任公司
区域	国有资本投资公司/国有资本运营公司	
江西	江西省省属国有企业资产经营（控股）有限公司	
山东	山东省国有资产投资控股公司 山东省鲁信投资控股集团有限公司 兖矿集团有限公司 山东能源集团有限公司 华鲁控股集团有限公司 山东黄金集团有限公司 山东高速集团有限公司	
山西	山西焦煤集团有限公司 山西国有资本投资运营公司	
陕西	陕西省投资集团有限公司 陕西有色金属控股集团有限责任公司	
甘肃	甘肃省国有资产投资集团有限公司	
辽宁	辽宁省国有资产经营有限公司	

资料来源：根据中央、各地人民政府、国资委网站，德勤《改组/组建国有资本投资公司和运营公司的思考重点》整理

### 3.2.3 具体做法

从央企层面的改革来看，仅从 21 家试点央企来看，所涉行业业态相当多元，包括了金融、综合物流服务、生产资料贸易、林浆纸生产开发及利用、房地产开发、快消品等等。从时间上看，诚通集团、中国国新两家最早在 2016 年便纳入了试点范围。从地方国企层面的改革来看，上海、重庆、山东成为标杆地区，目前已形成地方国有资本投资运营公司改革三种主要的模式：上海模式、重庆模式和山东模式。上海模式是围绕资产证券化为中心对不同功能国有企业展开分类管理，积极推进竞争类企业整体上市，提高国企资产证券化水平；重庆模式和山东模式类似，是将原有企业划拨至两类公司进行分类整合，不同的是前者有“预定”的接收对象，后者一般是在企业不能改造为投资运营公司的情况下才划拨，典型的具体做法见表 3-3。

表 3-3 部分国有资本运营公司改革定位与具体做法

平台	功能定位	具体做法
诚通集团	市场化运营、专业化管理的国有资本流转和持股平台(国有经济中培育主业的投资中心、辅业资产的转化中心、运营低效资产的加工中心、退出企业的缓冲中心、特殊企业的管理中心)	<p>①发起设立中国首个国有企业结构调整基金，完善投融资功能。国有企业结构调整基金规模 3500 亿元是我国首个聚焦央企改革基金，也是规模最大的私募基金。</p> <p>②重组整合寰岛集团、中唱公司、中国铁路物资总公司等央企 664 户，运用市场化手段化解债务 749 亿元，具有丰富的不良资产处置经验。</p> <p>③开展上市公司股权划转和市值管理，着力打造国有资本管理和运作的专业平台。旗下持有宝钢股份（600019）、中材节能（603126）、桂冠电力（600236）等央企上市公司股权。</p> <p>④围绕法人治理结构推进持股企业管理优化，通过外派董事、外派监事履职的方式发挥“积极”股东作用。</p>
上海国盛	在推进国有股权有序进退、促进混合所有制经济发展过程中发挥主渠道功能，成为部分国有股权的持股主体、价值管理的操作载体、资金配置的执行通道和产融结合的桥梁纽带之一	<p>①接收上海市国资委持有的上市公司国有股权，做好在国盛内部、其他各大集团之间的配置。</p> <p>②组织国盛系列基金，广泛投资于集成电路、核动力、国产大飞机、北斗产业等国家战略产业，实现国有资本结构优化。计划组建跨境资本并购平台，以及组建平行基金、外币基金等。</p> <p>③大力助推持股企业资产证券化。通过分类管理、一企一策的方式推动下属国有企业整体上市或核心业务资产上市。对暂时无法上市企业，积极引入各类战略投资者，进行混合所有制改革。</p>
重庆渝富	着力打造成为市场化金融控股集团、专业化投资运营平台、国际化资本运作品牌，追求企业价值和社会价值的责任担当体	<p>①业务剥离与重组。如有偿转让土地给重庆土地资源管理中心，以及并购组建起一批金融业子公司。</p> <p>②着力提升资金募集能力。当前初步形成“自有+基金募集”的筹资方式，现主导 57 支基金，共带动 1700 多亿项目投资。</p> <p>③着力股权投资能力。着力构建“三个集中”投资体系（战略新兴产业、金融与类金融、供给侧改革），强化投资股权价值管理（如增持三峡担保等项目 27 个，减持重庆通用航空等 20 个项目，退出 13 个项目），同时对出资企业股权“进退流转”，实施投资组合动态管理。</p>
山东国投	以跨产业投资、并购重组与资产管理为重点，布局信息、金融、文化、健康四大方向	<p>①开展战略性产业投资，优化国有资本布局。将现代金融服务业、山东省有发展潜力的空白产业等作为投资的重点。发起设立第一家总部在山东省的全国性寿险公司、文化产业投资公司、筹建了山东海洋投资公司和山东海运股份有限公司</p>

平台	功能定位	具体做法
		<p>②推动困难企业改革重组。帮助山东省皮革公司、山东省水产集团、省丝绸集团等困难企业化解债务风险，通过资产重组实现困难企业扭亏脱困和长远发展。</p> <p>③探索契约化管理。对旗下的 19 户实体企业，以市场化手段和契约方式管理为理念，强调以资本为纽带的去行政化管理，不干涉实体企业日常经营事务。</p>

资料来源：根据列表企业官方网站内容整理

### 3.2.4 运营模式的对比与借鉴

从中央和各省市设立国有资本运营公司的实践看，可以得到以下经验借鉴：

（1）从功能定位上说：国有资本运营公司将发挥资本运营和投资的主体作用。各地都采用不同的划分方法和组织方式，使国有资本运营公司具备资产处置、股权管理、资本运营等存量资本运作功能；同时又不同程度的承担产业投资、产业发展基金等资金导向性配置的功能，有力发挥国有资产在国民经济中的基础性地位和先导性意义；

（2）从外部关系上说：国有资本运营公司贯彻国资委的政策意志，通过成立内部决策缓冲组织的方法，实现与国资委的协调，并用专业化和市场化的方法贯彻国资委的各方面决定；同时以产权为纽带，一方面将国资委的各项决定以市场化的方式传递到各子公司，另一方面以派遣董事、监事对下属公司各类活动进行备案和必要的监管，履行股东职责，实现信息上通下达，形成“管资本”的新一套管理模式和方法。

（3）从主营业务上说：由于国有资产大多配置传统行业，且行业分布及其分散，国有资本运营公司有必要实行分类监管；另外全国各地在处理产业投资基金时有不同方法，有的则是将产业投资基金部分与传统的实业部分分离，例如诚通集团；有的将投资部分与传统国资运营部分结合到一起，例如上海国盛。

### 3.3 地方国有资本运营公司现行运营模式存在的问题

本文的研究对象界定于地方国有资本运营公司，通过对全国各个地方国有资本运营公司实践情况调研和分析来看，试行的运营模式仍存在的一定的局限性。

#### 3.3.1 功能定位不够明确

在目前的国有资本投资运营公司改革中，我们可以看到许多地方试点企业都是在行政力量推动下开启改革的，这就一定程度上难以避免行政力量对改革的过度干预，而市场力量作用较小，虽然各省市推出的省级国有资本运营平台功能性很强，但是组建来源十分不统一，各地改组为国有资本运营公司平台的前身有金控平台、国有资本母基金平台、综合性投资平台（重大任务、项目、工程推进平台）、PPP 管理中心、僵尸公司处置平台等等十分繁杂，功能定位不够明确，如部分地方政府行政命令式地决定重组对象，决定谁接收，决定谁分拆。政府过度干预下，企业改革的自主性、自发性，乃至改革试点企业的合理性都可能受到一定影响。

#### 3.3.2 权限关系亟待理顺

由于中央政策层面并未具体给出监管机构与国有资本运营公司、国有资本运营公司与持股企业之间的权责界面，部分地区在改革实践中难以准确把握国有资产监管机构出资人与监管人的职责定位。在地方国资委与地方国有资本运营公司关系处理方面，地方国有资本运营公司试图理顺政企关系，建立现代化企业制度，但囿于平台的出资人本身为地方政府，地方政府作为股东必然起到重要作用，存在管理惯性遗留，这直接导致大量改革措施无法在清晰的界面下进行操作，不利于国企改革的稳步推进。在地方国有资本运营公司与持股企业关系处理方面，二者不应该是上下级的关系，而是现代化企业制度中的股东和企业之间的关系，但结合调研企业分析，目前各地方国有资本运营公司都未能完全实现政企分离，平台与持股企业之间的关系没有明



确界定，其关系仍然是依托于政府管制的上下级关系，沿袭“管人管事管制”的传统思路。

### 3.3.3 市场化运营机制有待加强

为了保障国有资产安全，过往国资监管部门在企业进行投资业务决策时，存在过于谨慎、不敢授权、决策链条过长的现象。尤其是在较为落后的地方上，这种不敢放权的结果可能导致地方国有资本投资运营公司投资决策链条过长，应有权利无法取得、行使的情况。而最终受决策链条过长影响，导致地方国有资本投资公司对市场投资业务反应效率低下，错失市场机会。同时，传统国企的业绩考核也难以适应国有资本投资运营公司的特殊性，以地方国有资本投资公司的股权基金投资业务为例，一般进行股权投资的持续期为 5+2 或 7+2，即 5 年或 7 年投资期，2 年退出期。而基金项目的收益需要在退出期方能体现，项目具有长周期的特点。尤其是新组建的国有资本投资公司，在其成立之初，更需要一定的市场培育期。

## 3.4 地方国有资本运营公司运营模式建设思路

### 3.4.1 思路分析

地方国有资本运营公司定位于地方国资委推进国有企业改革和国有资产运营管理，提升国有企业运营效率的中间层公司，兼具综合性、集约化、功能性的特点。所谓综合性，是指地方国有资本运营公司将发挥资本运营、股权管理、投融资等多方面功能，能够体现国资管理的多样性发展；集约化是指地方国有资本运营公司将整合国有资源，通过集约化进行高效运作，提高国有资本运营效率；功能性是指地方国有资本运营公司将发挥地方国资委政策性和导向性功能的作用，不以纯盈利性为目的，作为国有独资平台公司，不引入其他战略投资者，忠实履行国资委赋予的功能性作用。

通过中间层的定位，地方国有资本运营公司应充分发挥国有资本投资运作的“操作平台”、“操作载体”和“操盘抓手”的作用。“操作平台”是

基于地方国资运营公司作为地方国资监管三层架构的中间层这一视角，以资本为纽带，形成上联国资委，下联国有企业的平台效应。“操作载体”是指地方国有资本运营公司在市场化环境下，以企业法人身份参与各项市场活动，体现国资委的管理意志，实现既保障政策落实，又符合市场化运作要求的目标。“操作抓手”是指地方国资委通过地方国有资本运营公司，能够实现其战略意图和各项调控政策。如图 3.6 所示。

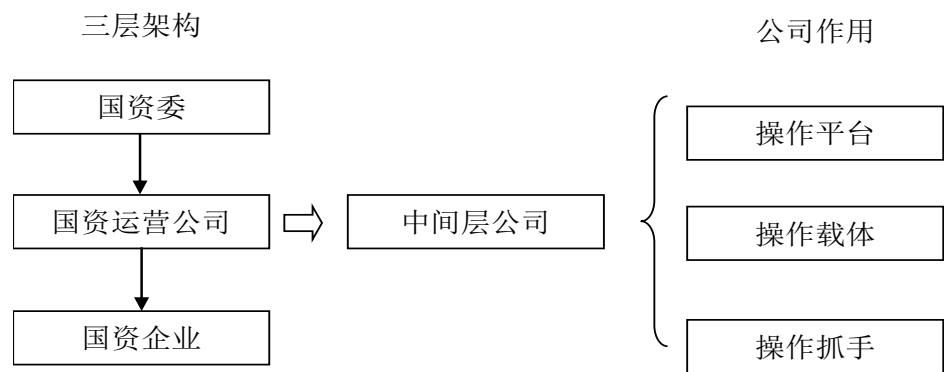


图 3.6 地方国有资本运营公司运营模式思路

资料来源：根据 3.4.1 章节内容整理

（1）发挥“操作平台”的作用。地方国有资本运营公司一是通过执行地方国资委的决议，实现对持股企业的市值管理和日常管理职能，代行地方国资委对国有持股企业的股东职能；二是通过国有资本运营平台可以实现对国有股权有效的运营管控；三是基于国有资本运营平台，可以有效对接资本市场，丰富国有企业融资通道和工具，通过资本市场增加国有资产流动性，实现国有资产保值增值目标。

（2）发挥“操作载体”的作用。地方国有资本运营公司充分发挥资本配置功能，服务于整个国有资本布局调整。在国资委部署下，地方国有资本运营公司主动实现资金的高效配置，实现地方国资委对当地国民经济优化升级和引导作用，引领、支撑、带动国家战略性新兴产业和政府支持性产业等行业发展，是国有资产优化布局结构过程中国资腾挪的载体。

（3）发挥“操作抓手”的作用。地方国资运营公司发挥服务本地国有企业改革、改制、整体上市的作用，系统性地对存量资产进行盘活和处置，以

市场地手段对当地国有企业剥离的国有资产进行专业化、集约化的处置，成为地方国资委操作国企改革、改制的工作抓手。

### 3.4.2 理论框架

基于地方国有资本运营公司在三层架构中的中间层定位，地方国有资本运营公司作为政府与企业之间的“桥梁”与“隔离带”，必须要帮助当地国资委发挥的“操作平台”、“操作载体”和抓手的作用。首先，地方国资委或地方政府作为地方国有资本运营公司唯一的出资人，使得地方国有资本运营公司要始终履行政府和国资委赋予的政策性职能和使命，政策性功能抓手的作用十分突出，这就需要地方国有资本运营公司在国企改制和国资改革中承担更多的责任，为服务其他国有企业而服务，起到资产配置作用；其次，作为中间层的地方国有资本运营公司，通过股权成为当地国资委与下属国有企业的互通纽带，发挥国有股权管理功能是作为操作平台的题中之意；最后，作为在市场经济环境下国资委进行市场化操作的重要载体，为弥补地方国资委身份上的不足，地方国有资本运营公司势必发挥国有资本投融资功能，以通过市场化方式实现政府优化产业结构，推动经济转型发展的重要战略目标，如图 3.7 所示。

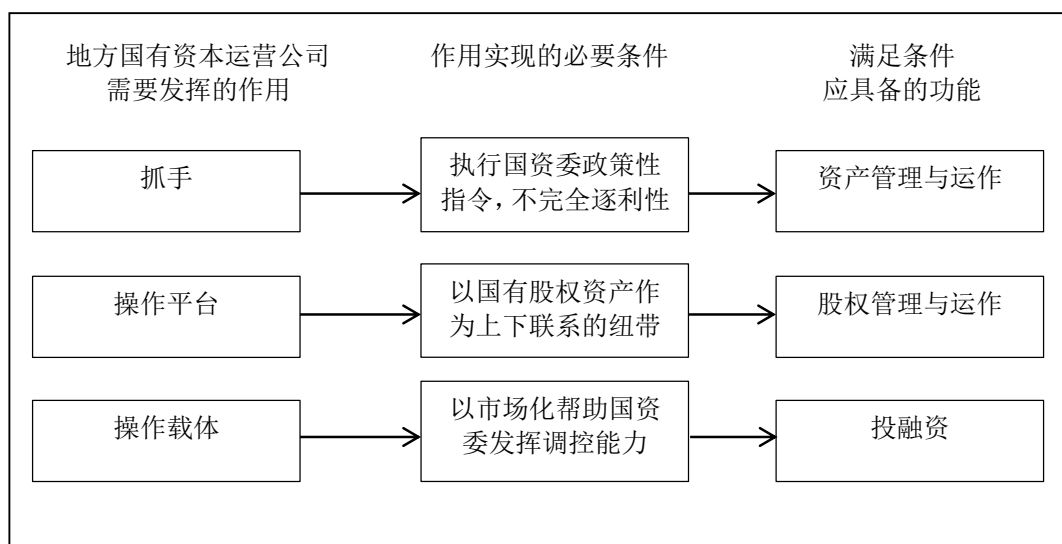


图 3.7 地方国有资本运营公司运营模式理论框架

资料来源：根据 3.4.2 章节内容整理

### 3.4.3 理论模型

基于前述分析，地方国有资本运营公司的运营模式应是围绕资产管理、股权管理和投融资三个方面，实现对国有股权的有效运营管控、国有资产进行盘活和处置、国有资本的布局结构优化，从而弥补国资委身份上的不足，如图 3.8 所示。

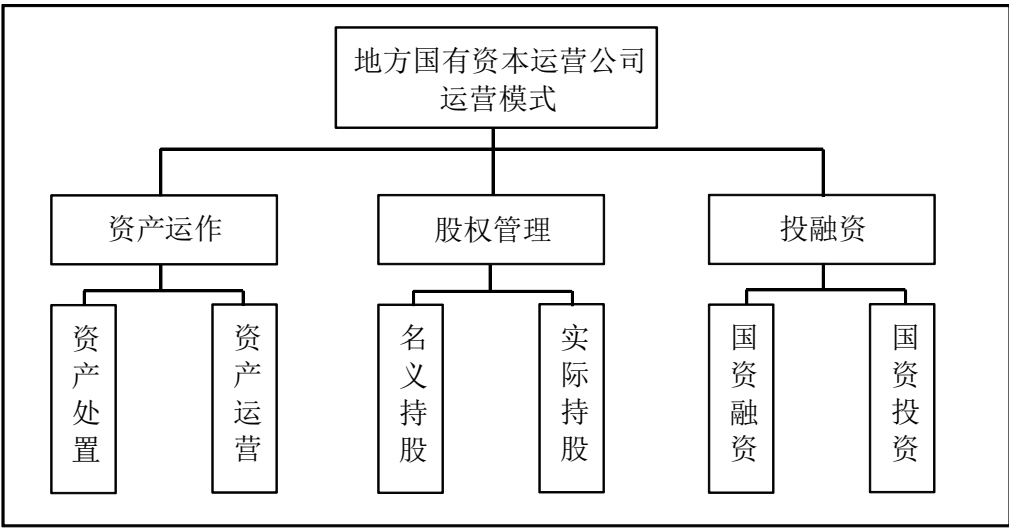


图 3.8 地方国有资本运营公司运营模式理论模型

资料来源：根据 3.4.3 章节内容整理

#### （1）资产运作功能

地方国有资本运营公司承载国有资产运作功能，主要目的是改造和提升国有资产质量，促进国有存量资产合理整合和流动。主要通过两个方面实现对国有资产的运作：一是通过接受、整合、盘活各类其他国有企业改制剥离出来的不良资产、不动产或非主营业务资产，对这些资产进行有效分类和合理处置，为推进其他国有企业改制和证券化服务；二是对国有存量资产进行系统梳理、重组培育，并对不同资产的权属、形态、收益等情况形成有效分类，优化存量资产配置。

①存量资产处置职能。充分发挥国有资本运营公司在国资委领导下，推进国有资产整体改制上市方面的职能，通过接受、整合其他国有企业剥离出的不良资产、企业股权资产、债权类资产、不动产等各类型资产，有针对性

的拟定处置方式，通过平稳退出、并购重组等不同处置类型，确保国有资产合理流动。

②存量资产运营职能。通过梳理存量资产，针对不同资产类型，在充分考虑存量资产权属、存在形态、收益特点等要素的基础上，对存量资产进行有效分类和管理，提高存量资产运营效率，改造提升国有资产运营质量。

## （2）股权管理功能

地方国有资本运营公司持有国有企业股权，以股权为纽带，进行国有股权的经营和管理。在国资委领导下，地方国有资本运营公司根据国资委决定和授权，履行出资人职责，承担日常管理和保值增值责任。地方国有资本运营公司的股权管理职能主要分为名义持股部分和实际持股部分两个方面。

①名义持股，由地方国有资本运营公司代理国资委行使职权，国资委具有的实际决策权，地方国有资本运营公司仅为名义持股，在国资委领导下帮助持股企业完善治理结构，实现国资委制定的各项方针政策。

②实际持股，地方国有资本运营公司从“管资本”角度，实现国有股权价值的优化配置和效率提升。通过实际持股部分的资产运作，主动对国有股权进行市值管理，确保国有股权市值持续增长，实现国有资产的保值增值。

## （3）投融资功能

地方国有资本运营公司根据国资委赋予的使命，基于持有的国有资源发起设立基金、推动国有资产证券化等方式有效对接资本市场，放大国有资本功能，构建国有资本增量投入的投融资平台，引导国有资本在重点行业、关键领域、战略新兴产业和优势企业等方面发挥更大作用。

①发挥国有资本的融资功能：通过地方国有资本运营公司的股权运作，开展基于存量资产的融资，降低旗下国有企业融资成本，提高国有资本的流动性和使用效率；另外通过资本市场工具挖掘国有资本潜在价值，提高国有资本融资能力；根据国资经营状况提高预算使用能力，丰富基于留存收益等国有资产的融资手段和工具。

②发挥国有资本的投资功能：一方面地方国有资本运营公司作为国资委重要的抓手，是地方政府引导社会产业结构升级，实现党委和政府战略意图的重要操作载体。地方国有资本运营公司通过积极参与战略性新兴产业和新兴产业投资，发挥产业引导职能，积极培育在若干年后具有影响力的产业，和具

备国家甚至国际影响力的企业集团；另一方面地方国有资本运营公司利用好基金杠杆撬动社会各类资本的作用，引导社会资本更多投向于关键领域、战略新兴产业和优势企业，促进各种所有制经济共同发展，为产业结构的转型升级贡献力量。

## 4 浙江国资基于运营模式框架评估分析

本章基于第三章提出的运营模式框架，针对浙江省国资管理的实际情况，提出浙江省国有资本运营公司运营模式的功能需求。

### 4.1 浙江省属国有企业背景概况

浙江省国有经济体量属全国第一梯队。截至 2017 年底，浙江全省国有企业总资产为 104374.61 亿元，列全国第 2 位；净资产 32593.23 亿元，位居全国第 4；全省国有企业实现营业收入 15286.58 亿元，排名全国第 5；利润总额 945.81 亿元，排名全国第 6。从数据和排名上看，浙江省国有经济体量与浙江省经济发展水平相匹配。

从浙江省国资委监管企业（以下简称省属企业）来看，目前，浙江省属企业共有 17 家，按功能分类分别是：一家国有资本运营公司：浙江省国有资本运营有限公司；两家国有资本投资公司：浙江省能源集团、浙江省交通集团；三家功能类公司：浙江省机场集团、浙江省海港集团、浙江省农村发展集团；七家竞争类公司：物产中大集团、建设投资集团、机电集团、国贸集团、旅游集团、杭州钢铁集团、巨化集团。其他企业有：浙江省安邦护卫集团、浙江省二轻集团、浙江省产权交易所。

截至 2017 年底，省属企业总资产 11007 亿元，占全省国有企业的 10.5%；净资产 4452 亿元，占全省国有企业的 13.7%；实现营业收入 8664.13 亿元，占全省国有企业的 56.7%；利润总额 580.37 亿元，占全省国有企业的 61.4%。省属企业作为浙江省国有企业高质量发展的排头兵，国资国企改革持续优化，省属企业公司制改制全面完成，混合所有制比重为 70.7%。控股上市公司 13 家，省属企业资产证券化率达 61%，资产证券化水平居全国省区市前列。截止

2017 年底，省属企业下属全资控股企业共 2988 户，行业分类情况如表 4-1 所示。

**表 4-1 浙江省级国有或国有控股企业行业分类统计表**

按行业分类	省级户数	比重（%）
A 农林牧渔业	33	1.1
B 采矿业	13	0.44
C 制造业	251	8.40
D 电力、热力、燃气及水生产供应业	152	5.09
E 建筑业	86	2.88
F 批发和零售业	903	30.22
G 交通运输、仓储和邮政业	268	8.97
H 住宿和餐饮业	105	3.51
I 信息传输、软件和信息技术服务业	93	3.11
J 金融业	57	1.91
K 房地产业	197	6.59
L 租赁和商业服务业	348	11.65
M 科学研究和技术服务业	184	6.16
N 水利、环境和公共设施管理业	33	1.10
O 居民服务、修理和其他服务业	16	0.54
P 教育	62	2.07
Q 卫生和社会工作	11	0.37
R 文化、体育和娱乐业	174	5.82
S 公共管理、社会保障和社会组织	2	0.07
总计	2988	100

数据来源：根据浙江省国资委内部资料整理

## 4.2 浙江国资国企改革所面临的问题和瓶颈

尽管浙江国资发展取得显著成效，但从国有资本布局和国有企业监管的情况来看，浙江国资也面临以下几个问题：

（1）国有资产布局结构有待进一步调整优化。从行业分类来看，浙江国资在新兴产业领域布局不足，先进制造业企业技术创新能力与跨国公司相比还有较大差距，批发和零售业缺乏具有创新商业模式和高品牌知名度的行业领军企业，战略新兴产业市场空间不足的问题较为突出；从行业布局看，细分行业小类仍存在空间布局分散、集聚度不高等问题，一些行业同质化竞争激烈，影响了国资国企对重点行业发展的支撑和引领作用；从国资流动性来



看，绝大多数国有独资和国有多元企业集团未能实现整体上市，导致集团股权流动比较困难，企业集团资产固化，缺乏流动性，致使资源的跨行业、跨企业、跨层级的整合难度较大，不利于国资战略布局的调整。如图 4.1 所示。

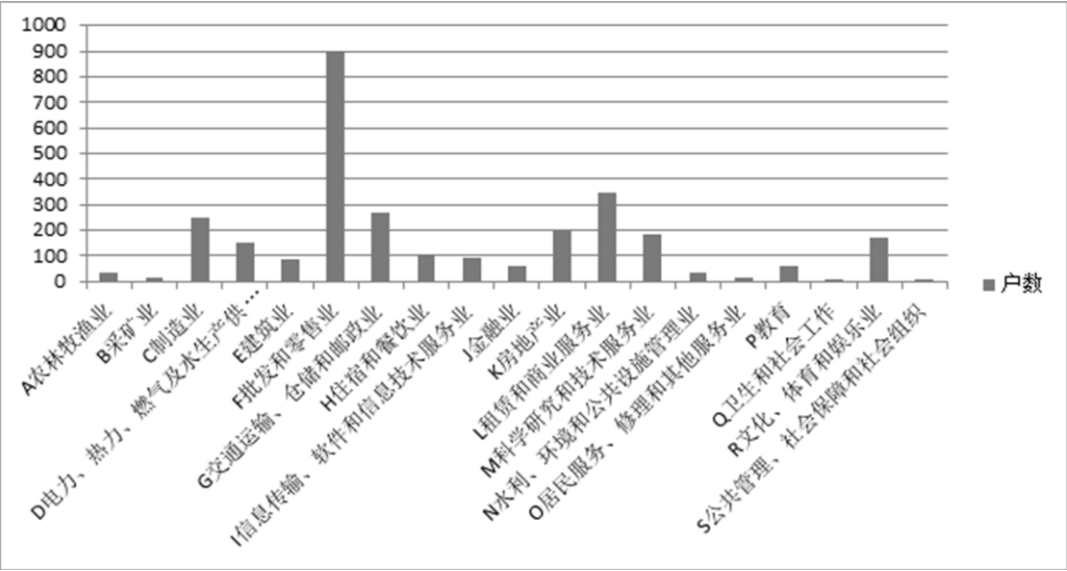


图 4.1 省级国有或国有控股企业行业分类统计

数据来源：根据表 4-1 内容整理

(2) 国资监管的效率有待进一步提高。目前，国资监管的手段与方式已不能适应“分类监管”和“管资本为主”的新要求，国资监管的针对性、有效性还不强，“政企分开、政资分开”的新型国资监管架构体系尚需完善，在明确以管资本为主、以产权为纽带的国资监管定位基础之上，梳理国资监管清单，减少行政审批事项，实施契约化管理、差异化考核的体系有待深化和探索等。

(3) 国有企业活力和动力有待进一步增强。目前，国资监管部门仍试图通过行政管理手段，对企业经营进行干预，以实现其国资管理意图，致使部分省属国有企业市场竞争主体地位尚未完全确立，“能进不能出、能上不能下、能高不能低”现象较为严重，企业经营机制与市场经济要求还有较大差距，让企业实现“自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束”的机制还有待积极探索和深入实践。

### 4.3 浙江国资运营模式需实现的功能

4.2 所述问题，表面上看是国企经营机制不畅，实质上是国资监管体制不顺。长期以来，国资委同时兼顾着国有资产“监管者”和“出资人”的双重职能，致使国资委直接对出资企业进行监督和管理，国有资产委托代理链条的长期不顺使得国资委和国有企业之间的“政企不分、政资不分”现象较为严重，直接导致国有企业活力不够，动力不足，国资运营效率低下。

浙江省国有资本运营公司的改组组建既是本轮国资国企改革顶层设计的重要内容，也是浙江省经济发展的实际所需。国有资本运营公司所承载的体制转型、产业结构转型、国有资本布局转型，都将成为浙江省国资监管的重要战略支点。

一是要通过组建浙江省国有资本运营公司，搭建起“国资委——国有资本运营公司——国有企业”三层体制架构，完成国有资本授权经营体制构建。在此架构下，国有资产监管指令由浙江省国有资本运营公司通过规范的法人治理结构，以市场化的方式往下层层传导，从而规避政府对市场的直接干预，真正实现政企分开，激发企业活力的作用。

二是鉴于目前浙江省国有资本主要集中于传统产业的现状，避免其他国有企业后续一窝蜂、盲目投资可能带来的“主业空心化”，浙江省国有资本运营公司应当紧紧扣牢国有资本流动增值和布局调整的功能定位，统筹国有资本直接参与战略性新兴产业培育或助力传统国有企业向以信息技术、人工智能、高端制造、生物医药等为代表的战略性新兴产业转型发展，当好产业转型的“引导者”。

三是浙江省属企业经过二轮大的改革和产业结构调整，传统的钢铁、煤炭、煤电仍然存在人员新老交替，资产性质、用途多元等问题，部分国企体系中存在个体规模偏小、竞争优势不强等现象，由于国资委受制于身份，不能直接以市场主体身份参与到资源整合工作中去，需要浙江省国有资本运营公司加强存量资产的规划利用，妥善处理省属国有企业各类历史欠账和遗留问题处理。浙江省国有资本运营公司可以借助一定的业务通道，积极吸纳主辅分离资产，再通过转让或换股的方式将同业资产装入其他国有企业，实现

其专业化的发展。浙江省国有资本运营公司以资本为纽带，将一些性质类同的资产、企业组成新的运营主体，形成一定的规模效应，有助于增强市场的竞争能力与经济效益。

## 5 浙江省国有资本运营有限公司案例分析

本章基于第三章提出的运营模式框架，通过介绍浙江省国有资本运营有限公司运营模式这一案例的实践运用情况，总结国有资本运营公司运作模式和改进建议。

### 5.1 浙江省国有资本运营公司概况

浙江省国有资本运营有限公司于2014年作为全国第一批试点单位被改组为国有资本运营平台，公司注册资本金100亿元，是浙江省唯一的省级国有资本运营平台，截止2018年底，企业总资产1735.26亿元，实现营业收入3679.32亿元，利润总额65.61亿元。从资产规模来看，其处于国内省级国有资本运营公司第一方阵。浙江省国有资本运营有限公司致力于强化浙江省属国有企业资源配置平台、国有资本运作平台、省级战略性投资平台作用的发挥。目前，拥有8家全资子公司，分别是浙江省发展资产经营有限公司、浙江省富浙融资租赁有限公司、浙江富浙资本管理有限公司、浙江富浙资产管理有限公司、浙江富物资产管理有限公司、浙江富建资产管理有限公司、浙江省盐业集团有限公司、浙江省环境科技有限公司，并持有物产中大（证券代码：600704）、省建投集团、浙江省产权交易所和浙商创投（证券代码：834089）等一批浙江省重点企业股份。

### 5.2 组建思路

为尽力避免国有资本运营公司与国资委界面关系不清导致的实践问题，浙江省国有资本运营公司组建伊始就十分注重理顺国有资本授权体制。从浙江省综合资产经营有限公司（公司前身）实际情况出发，分步骤搭建国有资

本运营公司运营框架。主要思路是通过改组，对公司内部进行组织架构的重新划分整合，对外重新梳理与省国资委和其他省属国企的界面关系，理顺各方面流程机制，实现国资运营公司的中间平台层功能定位。主要进行三个方面的工作：

首先，从短期实施步骤来说，一是重新改组，对内部组织架构进行调整，按规划步骤设立子公司，同时着手配置人才，为正式转型为国有资本运营公司做好条件储备。在董事会的构成上，公司设置股东董事、独立董事，同时按比例设置一名的职工董事。董事长和股东董事由省国资委直接委派，三名独立董事由银行、咨询公司、资本市场等行业资深人士共同参与，按照公司章程的具体要求，参与国资运营公司的项目决策和方案拟定。最终形成外派董事占多数的董事会治理构架。

在经营层选聘方面，浙江国有资本运营公司采取职业经理人制度为传统人事管理注入活力。公司率先在省属企业中推行经理层任期制和契约化管理，按照“市场化选聘、契约化管理、差异化薪酬、市场化退出”原则，建立了职业经理人制度。公司总部经营班子（一名总经理、两名副总经理）全部实施职业经理人制度。

在职能部门设置方面，浙江国有资本运营公司职能部门设置思路为轻组织架构，重控股子公司。公司总部定位为战略决策中心，不直接从事生产经营，通过对所投资企业下达明确的年度预算目标，注重股权控制与管理，按照控股权情况决定所投资企业的高层管理人员和支配重大决策，并对其进行考核与奖惩。公司治理架构如图 5.1 所示。

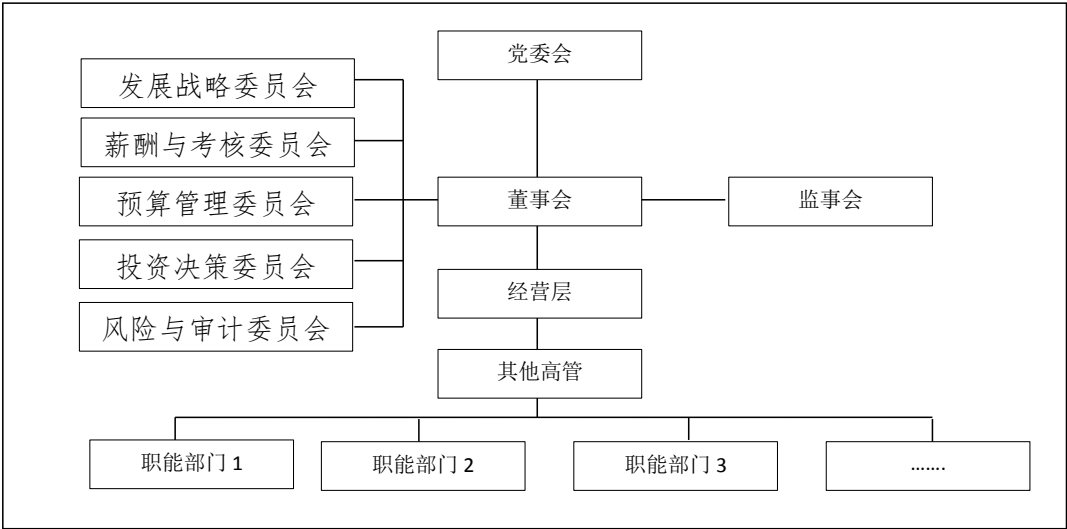


图 5.1 浙江国有资本运营公司治理架构

资料来源：根据 5.2 章节内容整理

其次，逐步厘清国有资本运营公司、省国资委、省属企业的界面关系，通过股权划转、划拨或转让，探索国资监管和出资人职能相分离的模式。

（1）处理好与省国资委的界面关系。省国资委通过公司章程明确国有股东的各项权利，体现管理意志，包括向浙江省国有资本运营公司派驻股东代表、对公司进行监督考核以及参与股东会决议表决事项等方面内容。省国资委在省委省政府的领导下，对浙江省国资运营公司下达年度工作目标，并对工作业绩进行考核，负责国有资本运营公司关键岗位人事任免和社会责任的落实，定期审阅公司的财务年报，对资本预算执行和收益情况进行监管，配置国有资本的预算和收益。

（2）处理好与省属企业的关系。浙江省国有资本运营公司将持股国企资产按形态、收益、成本的不同进行分类，并以此为基础拟定与之对应的经营指导和管理考核办法；对省属国企按行业属性进行区分，针对不同行业板块，在国资运营公司内部设置对应的功能模块，进行专业化的经营对接，进而在大国资层面形成省属国企经营布局的管理通道；浙江省国有资本运营公司针对所控股国企在具体业务上的经营决策，设置不同规模的审核要求，对于重大项目由浙江省国有资本运营公司拟初审意见，上报省国资委进行后续审批。运营流程如图 5.2 所示。

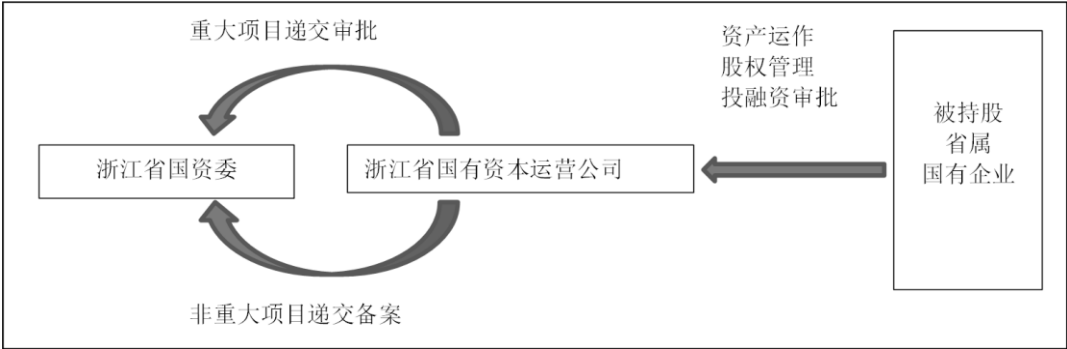


图 5.2 浙江国有资本运营公司运营流程图

资料来源：根据 5.2 章节内容整理

最后，从长期实施路线来说，浙江省国有资本运营公司在保障省国资委各项政策决定落实的基础上，应逐步增大国资运营公司的市场运作灵活度，实现国有资本运营公司的各项市场化功能。一是经过一段时间的运行，逐步形成省国资委与国有资本运营公司之间的权利清单，在充分落实省国资委主要监管职责的基础之上，逐步对部分出资人职权进行授权，增加国有资本运营公司活力；二是完善国有资本运营公司的内部管理制度，在主动开展市值管理和市场化资本运作的同时，通过实践运作的情况反馈，及时补缺，加强内部管控能力。

5.3 运营模式

浙江省国有资本运营公司正式改建设立后，着力在浙江省属国资国企改革发展中发挥重要作用。围绕浙江国资国企改革发展中存在的问题和国有资本运营公司运营模式思路，搭建了具有浙江特色的国有资本运营模式，如图 5.3 所示。

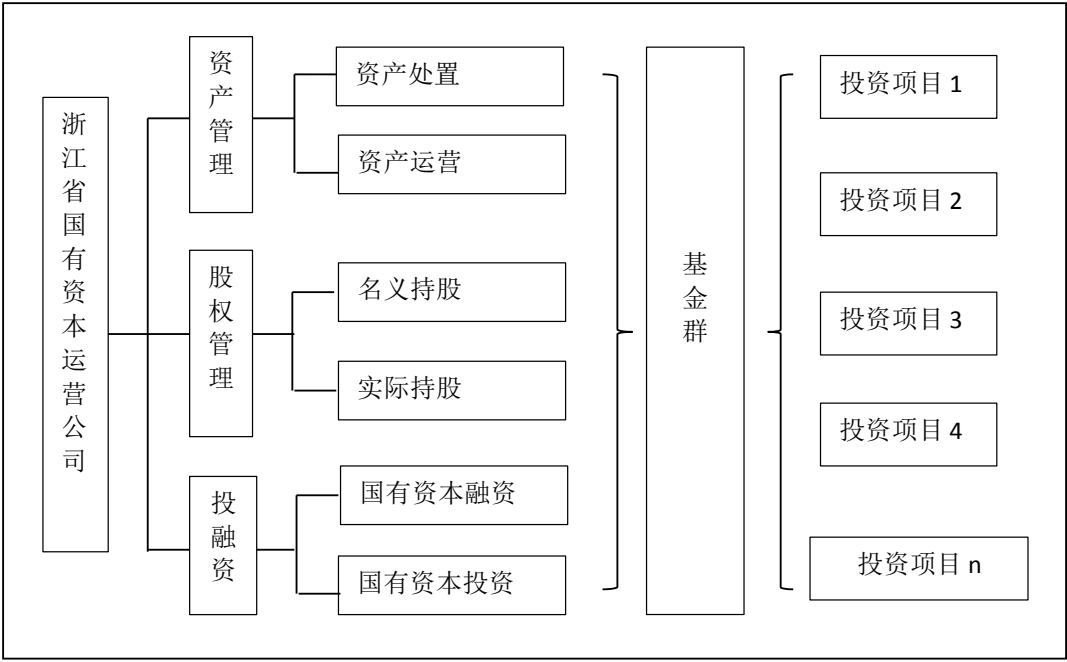


图 5.3 浙江省国有资本运营公司运营模式构架

资料来源：根据 5.2 和 5.3 章节内容整理

### 5.3.1 资产管理业务

浙江省国有资本运营公司资产管理业务主要包括接收并管理省属国企重组整合过程中剥离的资产，按照资产权属、收益的不同对资产进行分类，拟定相应的处置方式；接收省属国企的不良资产，与金融机构合作对资产进行打包、分级处置；承担国资运营业务中的产权登记、资产评估、方案审查等管理职能。在接收资产仅针对剥离或划转的实物和权益类资产，人员方面按照现有的方式进行安排。具体操作过程中，可采取资产证券化或退出变现的方式进行操作并获得相应的收益，如图 5.4。

（1）资产证券化。主要通过对持股企业的主业和辅业资产进行系统梳理，以资产重组和打包出售等形式，形成证券化资产组合，按照不同的级别出售给机构投资者或通过信托、理财产品的形式进行公开发行。

（2）退出变现。分为直接退出和持有运作后退出，前者指退出一些与省属核心产业关联度不大、无发展空间和市场前景的资产和业务，长期占用资源的“符号性”资产、“低效率”资产；后者指一些不符合省委省政府主导



产业发展方向，但尚有一定资源优势和发展空间的资产和业务，通过包装整合、培育提升价值后择机退出。

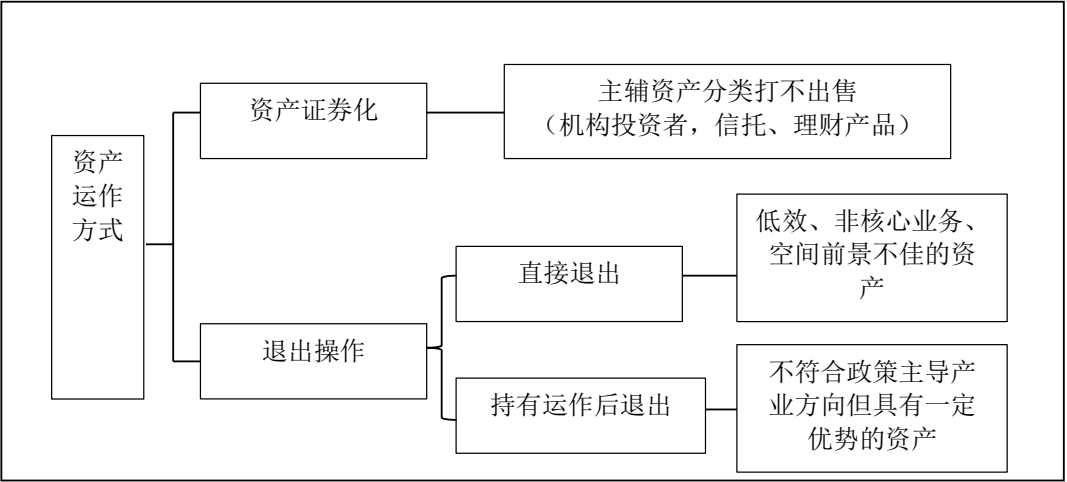


图 5.4 浙江省国有资本运营公司资产运作方式

资料来源：根据 5.3.1 章节内容整理

### （3）创新实践案例

#### ① 成功发行浙江省首单 CMBN

浙江省国有资本运营有限公司以持有位于杭州市区核心地段的物业远洋大厦作为 CMBN 产品底层资产，由平安信托作为受托人发行。该产品不仅是浙江省首单商业物业资产证券化产品，发行利率也创下 2018 年内 CMBN 业务最低（5.3%/年），规模 4.8 亿元。该类产品为发起机构实现了创新型低成本融资、丰富企业融资渠道，盘活国有企业存量资产，优化资本结构，提供了良好的借鉴意义。

#### ② 发起设立浙江省首个存量资产证券化基金

浙江省国有资产证券化基金是浙江省国有资本运营公司发起设立的浙江省首个存量资产证券化基金，基金总规模 50 亿。基金以私募股权、收益权创新等形式，主要投向浙江省内国有存量资产，帮助浙江省国有企业将资金和资源从不动产等非主业领域退出，集中精力和资源做好主业。利用基金这一形式，充分发挥了合作金融机构各自的产业基础优势、项目获取优势、募资渠道优势以及私募基金管理专业化优势，既贯彻落实了浙江省政府“凤凰行动”计划<sup>①</sup>中“着力推动盘活存量资产的并购，以资本、产业优势盘活存量有效资产”的定位要求，同时有利于提升国有存量资产的利用效率和资产价值，打造浙江省存量资产集中处置运营平台。

### 5.3.2 股权管理业务

浙江省国有资本运营公司股权管理业务主要包括股权接收、股权管理和股权退出。

（1）股权接收。在具体操作过程中，由省国资委拟定总体的股权划转方案，明确划转对象和具体的划转方式，浙江省国有资本运营公司制定实施方案，上报省国资委最终审批。划转方式，主要有划拨和转让两种方式。采用划拨方式时，目标企业的股权被无偿划转至浙江省国有资本运营公司，计入

---

<sup>①</sup>2017 年 10 月 9 日，浙江发布《推进企业上市和并购重组“凤凰行动”计划的通知》（以下简称“凤凰计划”）。凤凰计划主要目标是经过 4 年（2017-2020 年）努力，进一步巩固提升我省在资本市场上的全国领先地位，建设金融强省。到 2020 年，浙江每年将新增股份公司 800 家，上市公司和重点拟上市公司企业总数达到 1000 家。

资本公积；采用转让方式时，上市公司部分以股价市值为计价基础、非上市公司以评估值为计价基础，划入浙江省国有资本运营公司后计入应付账款，在退出后，浙江省国有资本运营公司以退出款向省国资委支付股权转让款，如图 5.5。

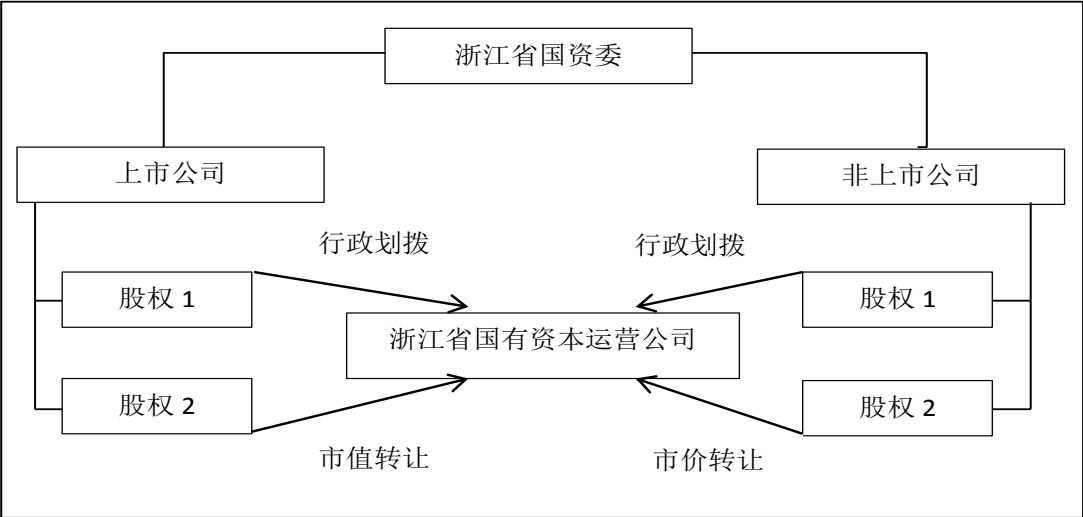


图 5.5 浙江省国有资本运营公司股权划转方式

资料来源：根据 5.3.2 章节内容整理

（2）股权管理。针对被划入股权的各类企业，区分名义持股和实际持股两部分。前者指由省国资委直接监管国有企业，浙江省国有资本运营公司作为省国资委落实各项股权管理工作的操作平台，代为执行部分股东职责。后者由浙江省国有资本运营公司按照持股比例的不同，对持股企业采取差异化的管理模式：对于控股型下属企业，国资运营公司持有之后根据企业的实际需求，强化日常管理和信息反馈，助力控股企业各项业务的顺利开展，提升国有资产收益；对于有董事席位的参股型，公司仅履行参股股东的权利，通过派驻董事向持股企业提出决策建议，保障国有股东各项权利的落实；对于无董事席位/财务型，国资运营公司在持有之后，主要通过分红或者市场化运作以获取收益，如图 5.6。

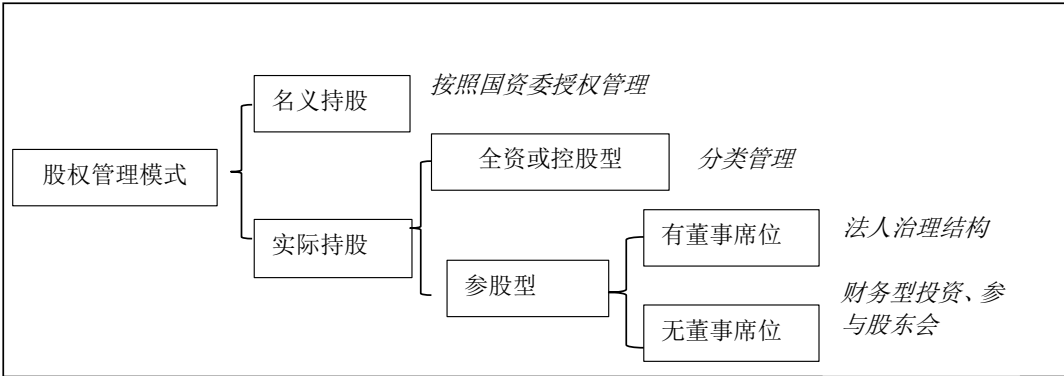


图 5.6 浙江省国资运营公司股权管理模式

资料来源：根据 5.3.2 章节内容整理

在股权分类管理的基础之上，浙江省国资运营公司根据省委省政府和省国资委的要求，持续、动态地对持股企业所处行业和市场状况进行调研分析，对其拟开展的各类市场化运作提供决策支持，主动管理持有的企业股权，通过重组、整合等方式，提升股权价值。对于被划入的上市公司股权，国资运营公司主动进行市值管理，通过引入战略投资者和各类社会资本，为持股企业提供治理、管理和运营等方面的长期支撑，协助其开展投资、并购等各类市场化业务。

（3）股权退出。最后，对于确定要退出的股权，浙江省国有资本运营公司采用协议转让、大宗交易、金融工具以及招拍挂等形式退出。其中协议转让可按照证券市场操作流程，对国资、外资、民资等各类投资机构开放；大宗交易可结合对持股上市公司的市值管理，在证券交易系统中操作中进行减持；金融工具包括发起设立 ETF 基金（交易型开放式指数基金）或可交换公司债券等形式；招拍挂主要针对非上市股权，在产权市场完成交易。

（4）创新实践案例

① 打造浙江“国企混改第一股”——浙江物产整体上市

浙江省物产集团有限公司（以下简称物产集团）集团注册资本 30 亿元，为浙江省国资委监管企业。物产集团是中国最大的大宗商品流通服务集成商，1996 年由浙江省物资局成建制转制成立，2010 年成为浙江省首家世界 500 强企业。物产集团整体上市前，旗下拥有 2 家 A 股上市公司，分别是物产中大（证券代码 600704）和物产中拓（现更名为浙商中拓，证券代码 000906）。

2014年10月，为进一步完善法人治理结构，建立现代企业制度，浙江省国有资本运营有限公司通过股权运作，极大地推动了物产集团资产证券化比率。

首先，由物产中大向物产集团的原股东发行新股，募集配套资金实现物产集团整体上市。其次，由浙江省国有资本运营有限公司以每股14.48元收购物产集团所持有的46.13%物产中拓股权，合计金额22亿元。最后，待股权交割正式完成后，浙江省国有资本运营有限公司以无偿划转的形式将所持有的46.13%物产中拓股权转让由浙江省交通投资集团有限公司（实际控制人为浙江省国资委），通过该项股权运作，有效做大了物产集团的市值。截止2015年12月31日，物产中大股票的收盘价为17.62元/股，总市值达389.19亿元（2015年总股本为22.088亿股），其中，浙江省国资市值占比为53.6%，记208.6亿元。较原物产中大、物产中拓合计市值56.09亿元有极大地资本增值，该股权运作方式也为后续其他国有资本运营公司资本运作提供了思路。

## ② 反向混改助推民营企业转型升级

十八届三中全会以来，积极发展混合所有制经济提至基本经济制度的层面，成为国企改革的重头戏。浙江作为民营经济大省，为促进国有资本的优化配置和合理流动，发挥国有资本在各种经济成分优势互补、融合发展，浙江省国有资本运营有限公司参与了浙商创投股份有限公司（以下简称浙商创投）的反向混改，为国有资本业务转型探索提供了新的途径。

浙商创投（证券代码：8344089）成立于2007年11月16日，注册资本金7.22亿元人民币，是浙江省管理资金规模最大、投资项目最多、投资业绩最佳、实力最强的创业投资和资产管理之一，成功投资企业包括华数传媒（000156）、华策影视（300133）、普路通（002769）、贝因美（002570）、品尚汇（833788）、迪威视讯（300167）、郑煤机（601717）、慈星股份（300307）、喜临门（603008）、跃岭股份（002725）、中搜网（430339）、云南路桥（830796）、飞利信（300287）、广汇汽车（600297）、联创电子（汉麻产业 002036）、企源科技（833132）、中南卡通（833156）、中新科技（603996）、杭科光电（834043）、东管电力（834469）、千足珍珠（002173）、汉鼎股份（300300）、我爱我家、微贷网、每日优鲜等90多家优秀企业。

2015年3月10日，浙江省国有资本运营有限公司以大4亿资金完成对浙商创投增资，占其总股本23.5%，使浙商创投反向混合所有制改革成为国有资

本参股、民营资本占主导的创业投资机构，也是国内第一家反向混改的创投机构。

混改后，企业既保持了浙商创投原有精炼的管理体系、市场化的运作机制、高效的激励体系，又增加了更多规范化的机制，混改之后一年内连续迈上多个台阶，实现了里程碑式的发展。浙商创投于 2015 年 5 月启动新三板挂牌工作，2015 年 6 月 25 日，浙商创投完成股份制改革；2015 年 8 月 11 日，浙商创投向全国中小企业股份转让系统（以下简称“新三板”）提交申请材料；2015 年 10 月 20 日，浙商创投收到股转系统函（2015）6931 号《关于同意浙商创投股份有限公司股票在全国中小企业股份转让系统挂牌的函》；2015 年 11 月 5 日，浙商创投登陆新三板，证券简称：浙商创投，证券代码：834089，成为浙江首家登陆新三板的民营控股创投机构。浙商创投新三板挂牌创造了今年金融类公司新三板挂牌最快记录，并因混改概念和靓丽的业绩被市场广泛关注，被业界美誉为新三板五大 PE 巨头“收益之王”。挂牌首日，市值即达成 150 亿元。

浙江省国有资本运营有限公司参与浙商创投的增资，是国企改革的有效尝试，在提升国有资本运作效率的同时，利用资本杠杆作用带动了更多国有资本参与到创业投资与创业创新中，最终亦带动了部分产业的转型升级，为国企改革树立了新样本，也为浙江产业转型升级提供了积极的范例和信心支持。

### 5.3.3 投融资业务

浙江省国有资本运营公司的投融资业务主要分为国有资本融资业务和国有资本投资业务。

（1）国有资本融资业务。浙江省国有资本运营公司为解决服务省属企业改革发展与产业转型升级中资本实力不足问题，公司从实际出发，努力打通筹资渠道，着力构建渠道全面、结构合理、可持续的融资体系。公司积极利用资产划转之后形成的规模效应提升在银行等金融机构的授信等级，2015 年 7 月 29 日，联合信用评级公司出具评级报告，认定浙江省国有资本运营公司主体长期信用等级为 AAA，成为浙江省内第九家、浙江省属国有企业第五家

AAA 信用等级企业，为公司低成本市场化融资奠定基础。在此基础上，浙江省国有资本运营公司综合考虑融资风险、成本、期限和资本结构等因素，通过信用贷款、企业债、中期票据、短期融资券和可交换公司债等方式进行融资，利用融资所得投向省内战略性新兴产业、主导产业以及其他省委省政府要求的投资领域。

（2）国有资本投资业务。基金运作是浙江省国有资本运营有限公司作为国有资本运营公司后实践方面的重要举措，基金运作是其开展专业化市场运营的主要形式。2017 年起，浙江省国有资本运营有限公司主导发起设立有浙江省国企改革发展基金、浙江省新兴动力（债转股）基金、浙江省国有资产证券化基金和浙江省集成电路基金（筹），还参与了浙江省新兴动力基金、中银浙商产业基金、乌镇互联网基金等多只基金的组建设立，公司基金运作规模显著增加，国有资本规模效应显著。截至 2018 年底总参控股基金管理规模超过 1000 亿元，如图 5.7 所示。

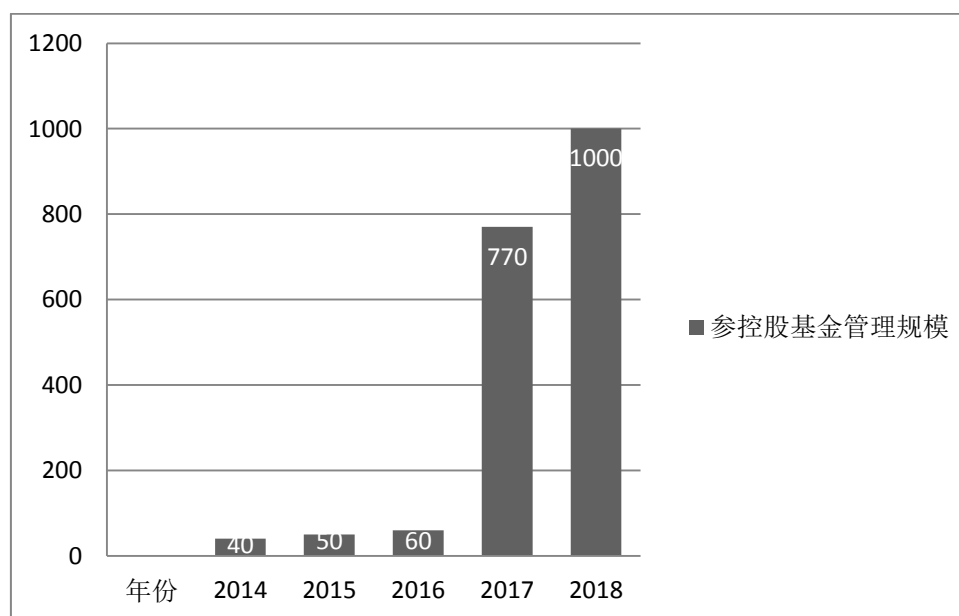


图 5.7 浙江省国资运营公司参控股基金管理规模

数据来源：根据浙江省国有资本运营公司调研资料整理

基金化运作方式具有诸多优点：一是基金的决策方式非常灵活，完全市场化决策，不需要行政层层审批；二是基金的组成方式更加灵活，管理层的 GP 团队可以参与项目投资，是非常典型的持股方式；三是基金平台既可以发

挥国有资本杠杆撬动作用，引入社会资本，同时又能够充分发挥合作金融机构募资渠道优势、项目获取优势和其他出资方各自的产业基础优势。

### （3）创新实践案例

① 成功注册全国首单国资改革专项债。国资改革专项债是中国银行间市场交易商协会于 2018 年在股权基金类债务融资工具上开发的创新品种，是一种针对优质发行人的创新债务融资工具。浙江省国有资本运营公司作为浙江省唯一的国有资本运营平台，积极尝试新型股权基金类债务融资工具，在承销商上海浦东发展银行等中介机构的积极配合下，于 11 月 27 日成为全国首例获交易商协会核准注册企业（中市协注[2018]PPN381 号）。国资改革专项债注册成功，对国有资本运营公司开拓了新的融资渠道，具有十分重要的示范意义。

② 成功注册并发行浙江首单基金债。浙江国有资本运营公司于 9 月 25 日，顺利获得国家发展和改革委员会《关于浙江省国有资本运营有限公司发行公司债券核准的批复》（发改企业债券[2018]139 号），同意公司发行用于相关基金出资的公司债券，这是浙江省省属国有企业第一家发行用于基金募资的债券，也是自《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称“资管新规”）政策出台以后，国家发展和改革委员会审批通过的首支基金债，成为融资模板案例在全国范围内推广。

该债券发行规模 9 亿元，期限五年，发行利率为年化 4.15%，创 2018 年同期限企业债的利率新低。发行簿记期间受到基金、证券、资管、保险、银行各类机构的踊跃认购，在短短两个小时的发行认购期间内，全场认购倍数达 3.65 倍。基金债的成功发行不仅为公司后续基金的出资提供了资金保障，更为国有资本运营类公司直接融资提供了成功案例。

③ 发起设立浙江省国企改革发展基金。浙江省国企改革发展基金是由浙江省国有资本运营有限公司主导发起的浙江省首支国企改革百亿级基金，是作为省国资委落实“凤凰行动”计划的配套措施，顺应了浙江省国有资产证券化和混合所有制改革背景。浙江省国企改革发展基金联合了中国诚通控股集团有限公司、国新国际投资有限公司、中国工商银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司等中央国有资本运营公司和大型金融机构资本力量，为浙江省落地国家级、跨省级和央企大项目方面发挥了聚拢资源的作用。



④ 发起设立百亿级纾困基金驰援上市民企。2018 年，中国资本市场受多种因素叠加影响下行明显，以民企为主的浙江上市公司股票质押融资风险显著上升，浙江省多家民营上市公司股价大幅下跌，实际控制人或大股东陷入流动性危机。为此浙江省国有资本运营有限公司联合农行系资本（农银金融资产投资有限公司），发起设立了浙江省首家上市公司纾困基金，即浙江省新兴动力基金，基金综合运用多种手段帮助困境上市公司缓解流动性危机和股权质押平仓压力。浙江省新兴动力基金采用定向增发入股、老股转让等股权投资形式，特别指出，纾困基金并不以谋求实际控制权为目的，所涉项目投资均采用协议约定实现资本退出。基金首单华鼎股份（股票代码 601113）已于 2019 年 1 月 11 日公告实施方案。

## 5.4 运营效果

第一，实现了国有资本授权体制构建。在当前系列国企改革顶层设计中，对于国有资本运营公司没有进行严格细化的运营模式，需要各省市有侧重持续探索运营模式。浙江省国有资本运营公司结合其他省市国资平台试点实践，积极探索以管资本为主改革国资监督管理体制，构建“国资委——国有资本运营公司——国有企业”体系，规范高效、清晰顺畅的国有资本授权经营链条基本建立。

第二，实现了国有资本运营功能。浙江省国有资本运营公司围绕“资产管理”、“股权管理”、“投融资”三个方面，能够较好地发挥其作为浙江省唯一的国资运营平台功能作用。公司自 2015 年组建以来，资产总额、营业收入、利润总额和净利润逐年稳步增长，平均净资产回报率达 9%以上，为浙江全省国有企业积极运用市场化意识和市场化举措解决市场化问题提供了榜样。如图 5.8 所示。

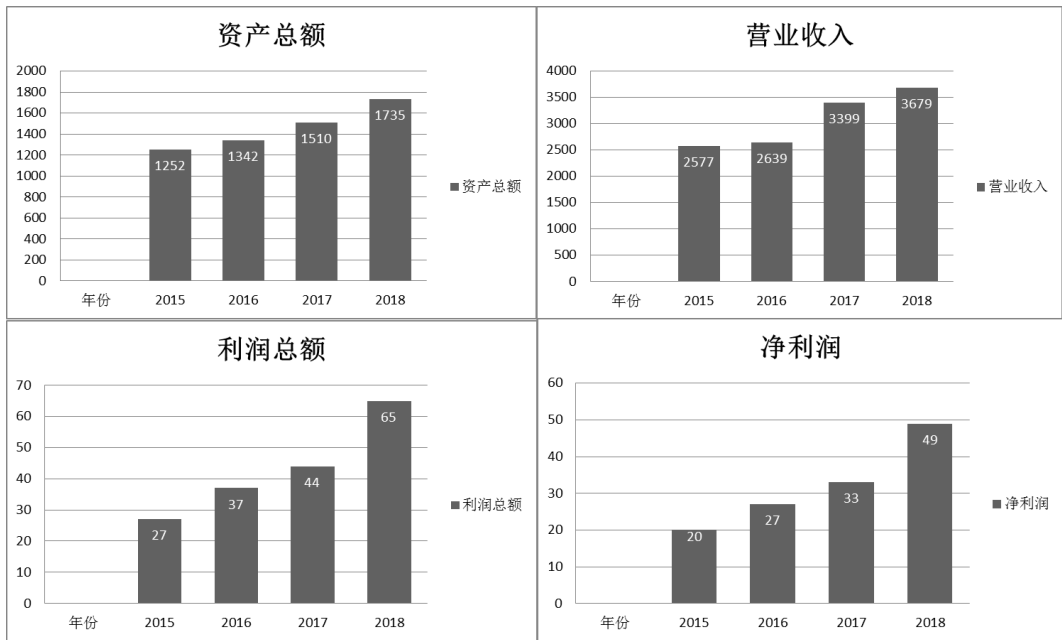


图 5.8 浙江省国资运营公司 2015 年-2018 年资产概况

数据来源：根据浙江省国有资本运营公司调研资料整理

第三，对运营模式的具体举措进行了创新尝试。浙江省国有资本运营公司在运营模式实践中展开了多种有益探索。在资产管理方面，浙江省国有资本运营公司对于公司持有存量商业地产以 CMBN 形式实现了国有资本形态转化，从而将资本投向更需要的行业和领域。在股权管理方面，浙江省国有资本运营公司围绕划转资产进行板块重组上市，提升了浙江省国企资产证券化率；同时大胆创新，采用反向混改的手段打破所有制壁垒，通过国有资本和民营资本的融合，摸索出了激发企业活力、放大国有资本优势的浙江混改样本；在投融资方面，公司围绕债券市场重点发力，积极尝试了基金债、国企改革专项债等新型融资模式，为国有资本运营公司开拓新的融资渠道提供了示范意义；最后，浙江省国有资本运营公司有针对性地筹备组建各具特色的专项基金，引进央企和各兄弟省份多种所有制资本建设浙江，发挥了国资运营公司聚拢国有资源，放大国有资本的独特功能。

第四，不足之处。运营模式框架未将国资研究业务纳入，在参与省委、省政府和国资监管机构的重大决策方面可能存在“失声”现象。国有资本运营公司承担优化国有资本布局、提升国有资本运营效率等责任，离不开对国资国企改革政策的研究。国有资本运营公司作为国有资本运作的市场化主体，

应在国资国企发展规划设计上提供改革思路，帮助省委省政府、省国资委在各级国有企业改制、重组、募资等市场化操作方面提供前瞻性的研究支撑。下阶段，浙江省国有资本运营公司拟发起设立浙江国资研究院，着力在浙江省国资国企发展规划设计上提供更多改革思路。主要从三个方面入手：一是建立专家智库储备，为今后开展研究工作提供专业化的智力支撑；二是对拟开展的研究项目进行类型区分，为拟定有针对性的合作方案做准备；三是对工作机制进行梳理，形成标准化的业务流程。

综上所述，浙江省国有资本运营公司作为新组建的国有资本运营公司试点企业，在国有资本运营公司运营模式框架下，通过理顺授权体制，完善治理机制，创新运营模式具体实践手段，能够较好地发挥国有资本运营公司平台作用，具有一定的借鉴意义。

## 5.5 本章小结

本章基于国有资本运营公司运营模式理论框架，介绍了浙江省国有资本运营有限公司的组建思路、授权体制以及资产、股权、投融资相关实务的创新做法，浙江省通过国有资本运营有限公司运营模式这样的体制安排，厘清了国资监管与国企经营之间的关系，真正建立起市场化的国有资本运营模式，从而提升了国有资本的活力和影响力，实现了组建国有资本运营公司的政策目标。

## 6 本文结论

### 6.1 本文总结

本文在研究的过程中主要立足于以管资本为主改革国有资本授权经营体制这一改革背景，论证的核心问题是何种地方国有资本运营公司运营模式有助于改革目标的实现。针对这个问题，本文首先在理论分析的过程中明确了国有资本运营公司的概念、特征和功能定位。其次，本文对国有资本运营公司授权经营体制、运营模式以及央企和地方国企实践情况进行了介绍，总结形成了地方国有资本运营公司运营模式理论框架，以此作为后续案例分析的依据。

在案例分析这部分，基于地方国有资本运营公司运营模式理论框架，通过对浙江省国有资本运营有限公司这一案例研究，从浙江省国有资本运营有限公司的组建思路、运营模式、运营效果三个方面出发，验证了地方国有资本运营公司运营模式理论框架的适用性，地方国有资本运营公司运营模式围绕资产管理业务、股权管理业务和投融资业务展开，能够实现组建国有资本运营公司的政策目标。

### 6.2 研究发现

本文围绕地方国有资本运营公司运营模式这一核心问题，将理论分析与案例分析相结合，得出下述结论：

第一，国有资本授权经营体制通过构建“出资人机构——国有资本运营公司——国有企业”三层授权架构，厘清了国资监管与国企经营之间的关系，通过国有资本运营公司这一纽带，将国资的监管和运营两大职能剥离开来，

真正建立起了市场化的国有资本运营机制，从而提升国有资本经营活力和影响力。

第二，地方国有资本运营公司的运营模式围绕资产管理业务、股权管理业务和投融资业务展开，国有资本运营公司以独立的企业法人身份参与各项市场活动，实现了对国有股权有效的运营管控、国有资产进行盘活和处置、国有资本的布局结构优化，弥补了国资委身份上的不足，实现政府和国资委意志，有助于推动国民经济转型发展这一重要战略目标实现。

### 6.3 启示意义

国有资本运营有限公司作为当前改革国有资本授权体制的试点企业，国家政策环境容错度高，企业的改革力度和实践创新都可以更大胆，各地国有资本运营有限公司都产生了十分值得借鉴的资本运营模式，推动了国有资产管理体制的完善。

浙江省开展国有资本运营公司试点工作积累了较为成功的经验，能够为后期进行国企改革提供一定的参考和借鉴意义。归结起来主要为以下这三个方面：

第一，浙江省国有资本运营公司自组建起就非常注重厘清国资委、国有资本运营公司和持股企业三者之间的界面关系，明晰的界面关系有助于消除三家单位工作人员疑虑，较少管理成本。

第二，浙江省国有资本运营公司将基金运作作为公司投资的主要形式，围绕国有资本运营公司功能定位的不同要求，有针对性地设立了国企改革发展基金、国有资产证券化基金、新兴产业基金、新兴动力（债转股）基金、国家集成电路基金（筹）等，参控股规模超 1000 亿元，能够尽最大程度聚拢发挥出国有资本的社会影响力。

第三，浙江省国有资本运营公司在具体实践中力度较大，一是公司总部经营班子全部实施职业经理人制度，这也是目前全国首家省属企业本级层面经营班子全面实行市场化选聘职业经理人的试点企业；二是大比例直接入股纯民营创投机构，成为国内首家创投企业成功实现反向混合所有制改革的样

本。三是创新直接融资举措，陆续注册发行了国内首单的国企改革专项债、基金债，为其他地方国有资本运营公司融资提供了借鉴意义。

## 6.4 本文不足

本文在不足方面归结起来有两方面：第一，地方国有资本运营公司属于非上市公司，公开数据的取得较为困难，并且目前没有对地方国有资本运营公司整体上有权威的官方统计数据，本文收集的数据可能存在片面性和滞后性的问题；第二，由于浙江省国有资本运营有限公司虽然作为国有资本运营公司试点企业，运营工作已开展了近三年，但总体上来说，经验的积累时间还不是很长，加上国有资本运营公司试点工作处在进行时状态，还可能存在国家政策方针变化的情况，目前得出的运营模式未来需要完善空间仍较大。

## 参考文献

- [1]Chan, H. S. Politics over markets: Integrating state-owned enterprises into Chinese socialist market[J]. Public administration and Development, 2009:43-54.
- [2]Jonathan G.S.Koppell.Political Control for China's State Owned Enterprises: Lessons from America's Experience with Hybrid Organizations. [J]. Governance. 2007, Vol. 20 (2) :255-278.
- [3]世界银行和国务院发展研究联合课题组. 2030 年的中国 • 建设现代化和谐有创造力的社会[M]. 北京:中国财政经济出版社, 2013.
- [4]OM Rui , M Firth , G Chen. Have China's Enterprise Reforms Led to Improved Efficiency and Profitability for Privatized SOEs [J]. 《Ssrn Electronic Journal》, 2003 (7) :82-109.
- [5]Cheng Weiqi. State Assets Management Bureau: A Right Strategy[J]. The Journal of Comparative Asian Development. 2008, Vol. 7 (No. 1) :47-79.
- [6]Choon Yin Sam. Globalizing Partially Privatized Firms in Singapore: The Role of Government as a Regulator and a Shareholder[J]. Journal of Asian and African Studies (Sage Publications, Ltd. ). 2010, Vol. 45 (3) :258-273.
- [7]马浩东. 做实国有资本投资与运营公司[J]. 上海国资, 2015 (6) :22-24.
- [8]张俊. 国有资本运营公司的功能定位与治理结构[J]. 公司法律评论, 2015 (0) :60-72.
- [9]郭立民. 淡马锡模式对我国国有独资公司改革的启示[J]. 特区经济, 2010 (4) :144-145.
- [10]潘泽清. 以新加坡淡马锡公司为例谈国有资本运营公司投资策略选择[J]. 财政科学, 2017 (6) :109-119.

- [11]肖金成,李军.设立国有资本运营公司的几个关键问题[J].人民论坛·学术前沿,2016(1):33-43.
- [12]袁东平,陶平生.国有资本投资运营公司的运行与治理机制[J].发展研究,2015(6):29-32.
- [13]严冬.国有资本运营公司管控模式研究——以A国有资本运营公司为例[J].时代金融,2018(20):38-39.
- [14]罗新宇,田志友,朱丽娜.地方国有资本投资运营公司发展现状与趋势展望——基于12省市国有资本投资运营公司的调查分析[J].国资报告,2017(2):104-107.
- [15]赵振兵.关于建立省级国有资本运营公司的思考[J].河北企业,2015(7):60-61.
- [16]干昕艳.地方国有资本运营公司组织架构初探[J].上海国资,2015(9):74-75.
- [17]亚当·斯密.国民财富的性质及其原因的研究[M].北京:商务印书馆,2002:40-46.
- [18]Tricker R I. Corporate governance: Practices, procedures, and powers in British companies and their boards of directors[M]. Brookfield: Gower, 1984:108-130.
- [19]奥立弗·E 威廉姆森,赵静,丁开杰.从选择到契约:作为治理结构的企业理论[J].经济社会体制比较,2003(3):79-94.
- [20]Colin Mayer. Corporate Governance in Market and Transition Economies. For Presentation at the International Conference on Chinese Corporate Governance, 1995, October (C). Shanghai.
- [21]Blair, M. Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century[M]. Washington: Brookings Institution, 1995:66-75.
- [22]吴敬琏.现代公司与企业改革[M].天津:天津人民出版社,1994:90-102.
- [23]李维安、武立东.公司治理教程.[M]上海:上海人民出版社,2002:130-135.



- [24]张维迎. 所有制、治理结构及委托--代理关系--兼评崔之元和周其仁的一些观点[J]. 经济研究, 1996(9):34-55.
- [25]Berle , Means. The modern corporation and private property[M]. New York: Macmillan, 1932:30-55.
- [26]Fama , Jensen. Seperation of ownership and control [J]. Journal of law and economics, 1983(6):301-349.
- [27]Shelerfer , Vishny. A survery of corporate governance[J]. Journal of finance, 1997(6):737-783.
- [28]黄少安. 《产权经济学导论》[M]. 北京:经济科学出版社, 2004:38-40.
- [29]Martin, Stepher , David Parker. The Impact of Privatization Ownership and Corporate in the UK[M]. Rontledge, 1997:204-207.
- [30]伯利, 米恩斯. 现代股份公司和私有财产[M]. 台北:中国台湾银行出版社, 1982:49-60.
- [31]钱德勒. 看得见的手——美国企业的管理革命(1977 年英文版), 重武译[M]. 北京:商务印书馆, 1987:135-137.
- [32]苏启林. 契约理论的争论与整合[J]. 经济学动态, 2004(9):77-80.
- [33]Grossman. S. , O. Hart, the Costs and Benefits of Ownership:A Theory of Lateral and Vertical IntegraTion[J]. Journal of Political Economy, 1986(94):691-719.
- [34]张维迎, 余晖. 西方企业理论的演进与最新发展[J]. 经济研究, 1994(11):70-80.

## 致谢

光阴飞逝，回首这两年的学习和生活经历，我心中充满了感激之情。感谢各位老师对我学业上的指导和生活上对我的关心，因为你们，我的 MBA 生活不仅学到了知识还懂得了很多人生的道理。感谢身边的同学、朋友，大家情投意合，为求学时光增添了许多乐趣和动力。

首先，感谢我的导师徐乾，帮我设计论文结构和内容安排，虽然我因筹备婚礼的原因中断了论文的撰写工作，徐老师也充分理解并鼓励我用心打磨出一篇高质量的论文，帮助我设计论文结构和内容安排，多次在夜里对我的文稿提出修改意见，感谢导师对我精心点拨和热忱鼓励。

其次，这篇论文是在单位领导、同事共同帮助下形成的，大家在走访调研和收集资料方面上帮助我倾注了大量的时间和心血，感谢感谢单位领导、同事对我的关心和帮助。

最后，我要感谢我的亲人朋友，特别是我的妻子，感谢你一直以来理解、支持和包容，在我论文写作期间，因为担心我的学业整夜的失眠，对此我深感亏欠，在今后的时间里，我将更多陪伴你，希望你永远健康、快乐！

曾梦萧

2019 年 3 月 8 日