下载日志已记录，仅供内部参考



# 专题研究报告

## 境外资本市场服务国资国企改革实践案例研究

## 核心观点

**国有企业是中国经济实现高质量发展的“顶梁柱”和“压舱石”，也是促进经济社会持续发展的“调节器”。**国有企业往往广泛分布在关系国民经济命脉、国家战略安全、国计民生、公共服务、科技创新等重点领域，在创造社会财富、贡献财税收入、提供就业机会、改善社会民生等方面发挥着积极作用。而资本市场为国资国企改革提供了良好的市场化平台，尤其是资本市场的定价机制、竞争机制、流通机制和风险管理机制，有助于从根本上推动实现国有资产的使用效率提升和保值增值、促进国有经济结构的调整和优化升级。

**在全球范围内的国资国企改革浪潮中，大多数国家围绕“重度国有化、去国有化、再国有化”的路径展开。**在此过程中坚持市场化改革方向，通过公开上市、增资扩股、并购重组、引入民间资本、股权多元化等多种方式，致力于国有企业优化布局、提升效益。这其中，资本市场已成为推动和深化全球国资国企改革的重要平台。

**资本市场进行混合所有制改革作为实现国有企业改革和发展的重要途径之一。**其发挥出以下几点作用：一是可以帮助国有企业筹集资金，扩大规模，提高市场竞争力。二是可以帮助国有企业实现股权多元化，引入多元化的投资主体，促进企业治理结构的完善。三是帮助国有企业实现市场化经营，提高企业的竞争力和效率。四是帮助国有企业实现国际化发展，提高企业的国际竞争力。整体而言，资本市场可以帮助国有企业解决资金、治理结构、市场化经营和国际化发展等方面的问题，推动企业实现高质量的发展。

**资本市场促进融资渠道改善，促进政资分离，实现国资国企资源的优化配置，改善国有企业生产经营效率。**持续优化资源配置和价值发现功能被普遍认为是成熟资本市场的标志。具体体现在：一是以资本市场为纽带，激发管理体制机制活力。二是以资本市场为渠道，提高资本市场参与动力。三是以资本市场为基础，深化混合所有制改革成效。因此，国资国企改革的过程中应注重大力发展资本市场，从投资端、融资端、交易端予以发力，进一步完善市场机制，健全市场功能，加强资本市场的规范管理。从境外发达和发展中国家对国资国企改革经验看，厘清政府与企业的关系，分离国有企业的所有权和经营权，能够有效解决和改善国有企业对政府的依赖性，同时避免受到政府的过多干预，提升企业的生产经营效率和经济效益。

**从境外经验看，健全国有企业的现代企业制度，包括职业经理人制度、员工持股、激励机制等，是国资国企改革的重点方向。**在国有企业借助资本市场实现上市和再融资，能够进一步打通混合所有制改革通道，拓宽融资渠道，获得企业长期发展所需的资金。除了解决其融资问题外，资本市场在推动国企中长期激励等方面，借助其完善的流通机制、透明的运作机制、较强的市场信心传递等特征，通过股权激励、员工持股等多种方式，将个人利益与公司发展相绑定，构建起长效的激励约束机制，能够为国企的高质量发展提供重要的组织保障和人才支撑。

**风险提示：**本报告为历史分析报告，不构成任何对市场走势的判断或建议，使用前请仔细阅读报告末页“相关声明”。

**发展研究·专题研究**

**证券分析师：林珊珊**
0755-81981576
linss@guosen.com.cn
S0980518070001

**相关研究报告**

《全能投行嬗变：从战略到执行》——2026-01-29
《2025年证券行业政策及其影响研究-分类监管引领下的高质量发展新征程》——2025-12-26
《证券行业2025年三季报综述-业绩高景气，转型蓄力时》——2025-11-13
《证券行业研究报告-2024年上半年证券行业发展情况及未来展望——并购重组开启》——2024-09-27
《境外公募基金发展经验借鉴分析》——2024-08-08
《基金投顾业务转型分析：发展现状与转型机会》——2024-06-19
《专题研究报告-联博资管发展转型经验分析》——2024-05-24
《证券行业研究报告-证券行业发展情况研究——监管趋严 鼓励行业“做优做强”》——2024-03-12
《证券行业研究报告-证券行业发展现状及未来发展趋势—行业步入杠杆提升、并购整合新周期》——2023-12-26

下载日志已记录，仅供内部参考



# 内容目录

**引言** ..... **4**
**资本市场服务国资国企改革的意义与情况** ..... **4**
资本市场服务国资国企改革的意义 ..... 4
关于国资国企改革的研究情况 ..... 5
**境外发达国家的实践与案例分析** ..... **5**
美国 ..... 5
英国 ..... 7
德国 ..... 9
日本 ..... 11
新加坡 ..... 13
**境外发展中国家的实践经验** ..... **15**
俄罗斯 ..... 15
印度 ..... 17
越南 ..... 18
**境外实践经验的总结与借鉴** ..... **19**
通过资本市场进行混合所有制改革是实现国有企业改革的重要途径 ..... 19
通过资本市场促进融资渠道改善，实现国资国企资源的优化配置 ..... 19
通过资本市场促进政资分离，改善国有企业生产经营效率 ..... 20
通过资本市场推动健全现代企业制度，助力构建国有企业长效激励机制 ..... 20
通过资本市场推进并购重组，帮助国资国企做强做优做大 ..... 20
**参考文献** ..... **22**
**风险提示** ..... **23**

下载日志已记录，仅供内部参考



# 图表目录

图1： 美国国资国企改革的发展历程 ..... 6
图2： 英国国资国企改革的四个时期 ..... 8
图3： 英国国资国企改革期间 GDP 与上市企业价值变化 ..... 8
图4： 1986-1991 年英国电信公司私有化改革后股价变化 ..... 9
图5： 德国国有经济改革的几个重要历史阶段 ..... 10
图6： 德国国有经济改革期间 GDP 与上市企业价值变化 ..... 11
图7： 日本国有经济改革期间 GDP 与上市企业价值变化 ..... 12
图8： 新加坡国有经济改革后 GDP 与上市企业价值变化 ..... 14
图9： 俄罗斯国有经济改革期间国内 GDP 变化 ..... 1
图10： 俄罗斯大中型企业私有化改革经历的两个阶段 ..... 16
图11： 越南胡志明指数趋势图 ..... 18
图12： 越南国有企业改革的三大重点方向 ..... 19

表1： 境外发达国家资本市场服务国资国企改革的实践及经验 ..... 15

下载日志已记录，仅供内部参考



# 引言

近年来，党中央对持续深化国资国企改革进程给予了高度重视。如何更好推进国资国企改革进程，进一步优化融资结构，实现股权多元化，激发国有资本和国有企业活力，是全球共同关注的焦点和难点问题。事实上，资本市场是资源配置的枢纽，更是支持国企改革的主战场。国资国企改革加速落地，可以进一步借助资本市场发挥核心作用，加大包括引入战略投资者、推动专业化重组、提高资产证券化率在内的各项改革力度。目前来看，中国资本市场制度基础和结构有待完善，直接融资市场有待扩大，融资的工具和方式有待丰富，市场化定价功能有待提升。

# 资本市场服务国资国企改革的意义与情况

## 资本市场服务国资国企改革的意义

**国有企业是中国经济实现高质量发展的“顶梁柱”和“压舱石”，也是促进经济社会持续发展的“调节器”。**国有企业往往广泛分布在关系国民经济命脉、国家战略安全、国计民生、公共服务、科技创新等重点领域，在创造社会财富、贡献财税收入、提供就业机会、改善社会民生等方面发挥着积极作用。而资本市场为国资国企改革提供了良好的市场化平台，尤其是资本市场的定价机制、竞争机制、流通机制和风险管理机制，有助于从根本上推动实现国有资产的使用效率提升和保值增值、促进国有经济结构的调整和优化升级。

**此前，在《关于深化国有企业改革的指导意见》中就提到，国企改革要围绕实现股权多元化的目标，积极引入各种类型的投资者，发展混合所有制经济，大力推动国有企业改制上市。**因此，现阶段开展资本市场助力深化国资国企改革研究，有利于进一步激发国资国企的改革活力，有利于提高国有资本运行效率，有利于促进多层次资本市场健康发展，具体体现在以下这些方面：

**第一，资本市场助力深化国资国企改革是高质量发展背景下提升企业核心竞争力的必然要求。**“深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本和国有企业做强做优做大，提升企业核心竞争力”。2022 年的中央经济工作会议和 2023 年的政府工作报告强调，深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。由于资本市场具备资源集聚、政策传导、预期引导、创新激励、风险防范等方面的功能，近年来已成为推动国企改革的重要平台，在深化国资国企改革中发挥着积极作用。国有企业可以借助资本市场通过发行中长期债券、可转换债券、可交换债券、优先股等方式，优化国有企业负债结构，提升国有资产证券化比例。此外，在引进战略投资者及社会资本、推进混合所有制改革、推动整体改制上市的过程中，亦可借助资本市场本身高效规范透明的资本运营机制，倒逼企业治理水平和自身质量的提升。

**第二，资本市场助力深化国资国企改革是现阶段加快建设世界一流企业的需要。**培育建设世界一流企业是深化国资国企改革的重要内容，也是国资国企强化在中国式现代化建设中使命担当的必由之路。国有企业经过多年改革发展，规模实力显著提升，但与世界一流企业相比，仍然存在着治理结构不完善、自主创新动力不足、质量效益不高、管理方式粗放、国际竞争力不强等突出问题。因此，必须充分发挥资本市场的作用，助力深化国资国企改革，切实增强国有经济服务国家战略的功能作用，这对于进一步加快推进世界一流企业建设具有重要意义。

**第三，资本市场助力深化国资国企改革是落实国家创新驱动发展和转型升级战略的具体体现。**建设现代化产业体系意味着未来国有经济的布局优化和结构调整将

下载日志已记录，仅供内部参考



更加重视国民经济命脉和战略性新兴产业领域，推动产业链价值链向高端迈进。而资本市场可以为国有企业提供各类工具，推动国有企业发挥领头羊作用，打通科技成果向生产力转化的“最后一公里”，推动科技、资本和产业高水平循环。例如，通过资本市场的并购重组工具，助推国有企业转型升级；通过国有企业改革基金的创新发展，实现国有资本的保值增值目标。资本市场的“助”与“推”是实现国有企业转型升级以及改革创新发展的最有效方式之一。因此，现阶段开展资本市场助力深化国资国企改革课题研究，对中国激发国企科技创新活力和锻造国家战略科技力量而言，具有积极的带动作用和示范意义。

### 关于国资国企改革的研究情况

**在全球范围内的国资国企改革浪潮中，大多数国家围绕“重度国有化、去国有化、再国有化”的路径展开，在此过程中坚持市场化改革方向，致力于优化国有企业布局和提高国有企业效率。**其中，美国的国有企业改革主要采用私有化改革、“租赁”经营、公司制改造、引入私人投资等方式，政府通过把大批国有企业出租给私人组织，由政府与承租者共同协商确定条件，以具有法律效力的契约形式强化国有资产的权利和责任，并提供相应的公共服务职能，从事经济活动。英国的国有企业改革主要采取实行股份制改造的方式，包括整体出售、拆分售股给公司员工以及在股票市场公开上市，此外还有发行特别股、发放中长期特许经营权等方式，以公开的方式来吸引民间资本。以英国电信公司为例，曾通过在 3 年内向 200 万英国人发行股票，筹资 36.85 亿英镑，成为国企改革的“样板工程”。德国的国有企业改革选择了社会市场经济这一独特的发展模式，这种模式强调充分发挥市场竞争作用，政府集中为市场提供公平的竞争环境而非直接干预市场运行。在这种社会市场经济体制的基础上，德国国有企业通过发行证券或出售的方式将公营业务整体或部分转让给私营部门，提升了经营效率。日本国有企业改革的基本路径主要是按照地区所属或业务类型进行分拆，组建新公司，形成差异化竞争优势；成立控股公司，建立技术、信息及客户共享平台，整合要素资源，发挥协同效应；通过资本市场上市流通完成国有股减持，实现资本高效运作和股权的多元化。新加坡特别强调利用资本市场途径吸引国内外私人和机构投资者参与，进而完成对国有企业的治理架构、运营策略以及投资运作方式的变革，这一模式被称为“淡马锡模式”，其国有资本的投资股东回报率长期处于较高水平。

从境外经验来看，国外的国资国企改革重点涉及以下几个方面：首先，在动力机制上以经济自由主义和国家政府干预相结合为特征，致力于推动国民经济的发展；其次，在调控手段上以市场手段和计划手段共同施力为特色；第三，在所有制结构上以私人所有制、集体所有制、国家所有制等多种经济形式并存为特点；最后，在企业资本构成上以国有资本、社会资本和私人资本的混合为主要方式。在此过程中坚持市场化改革方向，通过公开上市、增资扩股、并购重组、引入民间资本、股权多元化等多种方式，致力于国有企业优化布局、提升效益。这其中，资本市场已成为推动和深化全球国资国企改革的重要平台。

## 境外发达国家的实践与案例分析

### 美国

**美国的国有企业主要为联邦、州和市镇议会所有并代表公民拥有产权，形成分级管理体制，称为“联邦公司”。**美国政府依法对国有企业进行管理，涉及范围集中分布在水电、航天、邮政、交通运输、保险、医疗卫生、公园森林及环保等行业领域，体量规模约占美国 GDP 的 5%。目前，美国的国有企业可分为四大类：一是由政府管辖的非法人公共事业机构；二是完全国有的企业；三是部分国有的企

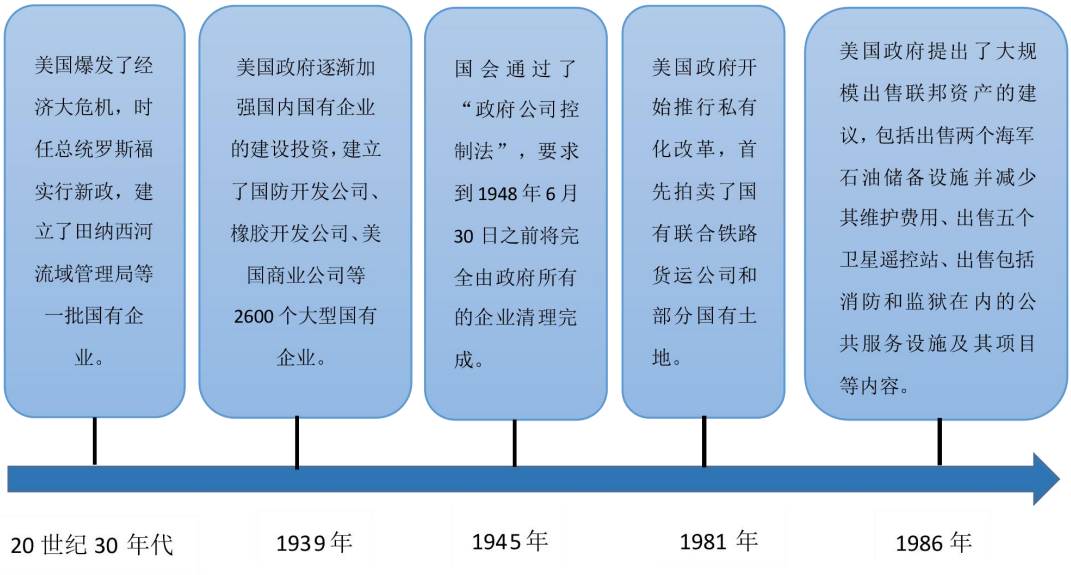
下载日志已记录，仅供内部参考



业；四是国家支持企业。美国的国有企业都控制着对国家极其重要的产业，如航天、核电、工业、邮政、基础设施及公共事业等，包括：全国铁路旅客公司（Amtrak）、美国邮政服务公司（USPC）等都是在各个领域居于举足轻重地位的国有企业。

**美国的国有经济与其他国家相比，在整个国家的国民经济中所占比例较小。**为了节省开支、提高工作效率和服务质量、增加企业机动性，美国政府于 1981 年以拍卖国有联合铁路货运公司股权和部分国有土地为开端推行私有化改革。为出售其他多余的联邦政府财产，美国政府于 1982 年成立了联邦财产评议委员会。2008 年以来，受金融危机影响，美国对部分私有企业的股份进行收购，政府成为一些的大型企业的控股股东进行纾困，待企业稳定之后又出售其股份回归私有化。

图1：美国国资国企改革的发展历程




资料来源：《20 世纪西方大国资本主义国有经济研究》（常辉，2016），国信证券经济研究所整理

**总体来看，美国在国有企业改革方面以私有化改革、“租赁”经营、公司制改革等方式为主。**具体表现在以下两个方面：一是以直接出售、上市交易、收购、破产清算等方式为主的所有权转让模式，如美国政府通过纽交所对铀浓缩公司的全部股权份额以及邮递服务公司 9.68%的股权份额进行出售。二是以特许经营、签订管理合同、承包、放松管制等方式实施非所有权转让模式。其中，市场管制的放松是美国国有企业私有化过程中的一个重要动作。此外，美国也对国有企业以私人企业的公司治理模式进行公司制改造，主要表现在：改变董事会的职能和结构；加强机构投资者在公司治理中的作用以及股东对公司的监督；企业民主化，推动公司员工参与企业治理。这期间，资本市场发挥了重要作用。

**美国资本市场发轫较早，成熟发达的资本市场为其国资国企改革提供了有力的支撑。**美国最早的纽约证券交易所成立于 1792 年，迄今为止，它拥有全球最大的资本市场，是公司治理实践的主要缔造者。而成熟的资本市场为国企私有化奠定了基石，既为企业提供了资本支持，也促进了市场竞争，同时还推动了企业治理结构的完善，使其更加适应市场经济的需要。截至 2020 年，美国国内上市企业价值

下载日志已记录，仅供内部参考



达 40.72 万亿美元，比 1981 年推行私有化改革时期的 1.36 万亿美元，增幅超过 31 倍。美国规模庞大的资本市场为其国企改革的深入推进提供了根本助力。通过资本市场以发行股票、债券等方式筹集资金，使得国有企业更加的市场化，不但有效激活了企业发展活力，提高了生产经营效率，而且降低了经营成本，增加了企业盈利和政府税收。此外，通过出售国有企业，政府可以减轻财政负担，增加财政收入，从而大幅改善财政状况。

**案例：房利美和房地美**

以美国两家最大的国有住房抵押贷款机构为例。1938 年和 1970 年，美国政府为解决老百姓的住房问题，推动房地产行业发展，美国联邦政府授权成立了房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）两个国有住房贷款抵押融资公司，简称“两房”，并分别于 1968 年和 1989 年在纽约证券交易所上市出售国有股份以实现私有化。

房利美以二级抵押贷款市场为主，享有国家和地方所得税豁免等不同的法定特权。房利美的经营范围是交易大宗抵押贷款。在市场利率上升和金融机构资金短缺时，房利美会买入抵押贷款并向金融机构提供注资；反之亦然，为金融机构提供投资机会。在 20 世纪 30 年代大萧条中，房利美在金融危机和经济危机期间的抵押贷款市场上发挥了一定的缓解作用。直至 1968 年和 1989 年，房利美与房地美在纽约证券交易所上市，在股票市场出售国有股份以实现国企改革私有化，导致“两房”在资本市场的性质和作用发生了重大变化。

2008 年爆发金融危机，美国政府再次大规模收购私有企业的股份，成为花旗集团、通用汽车、房利美和房地美等大型企业的控股股东。其中，财政部注资房利美和房地美，用于购买“两房”在资本市场发行的 10 亿美元优先股，获得两家公司各 79.9%的股份，以维持市场稳定，“两房”再次被国有化。

## 英国

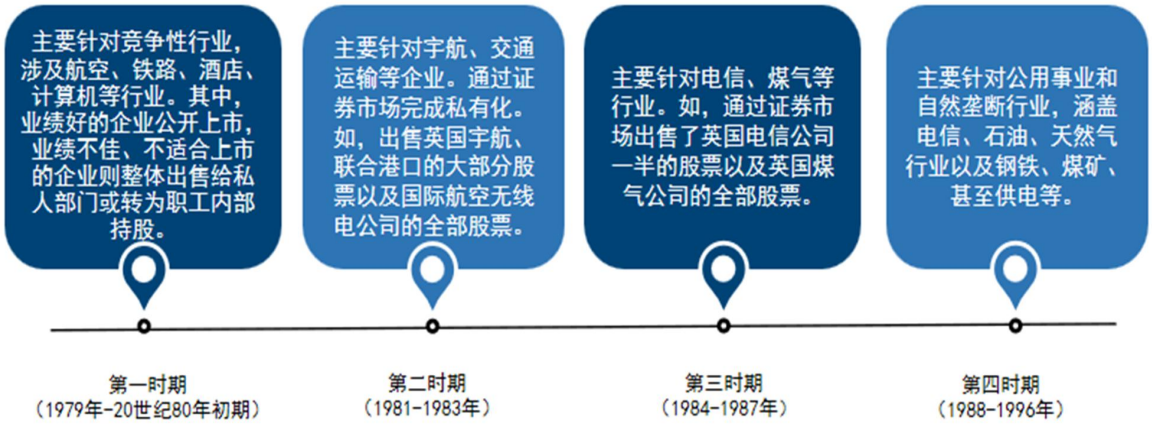
**英国的国有企业主要分为国家全资控股企业和公私混营股份公司两种类型。**国家全资控股又分为国家预算企业和国有企业。其中，国家预算企业主要是军工等科研机构，由国家严格管理经营；国有企业则享有相对自主的权力，可向政府申请较多的优惠政策；公私混营股份公司则相对较少。

**具体来看，英国的国资国企改革主要分为四个历史时期：**1979-1980 年改革的初期，英国政府以出售英国石油公司股票作为国企改革的开端。当时，英国共有 76 家国有企业，其中 32 家为主要国有企业，44 家为其他国有企业，其产值占 GDP 的 11.5%，国有企业投资占全国总投资的 10%，国有企业员工多达 150 万以上；1981-1983 年，政府通过证券市场分别出售了英国宇航、联合港口的大部分股票以及国际航空无线电公司的全部股票；1984-1987 年，英国政府通过证券市场出售了英国电信公司一半的股票以及英国煤气公司的全部股票；1988-1996 年，英国政府向电力、供水和燃气等垄断领域推进改革，这期间超过 50 家国有企业的股权在证券市场出售从而实现私有化改革。这段时期的改革主要分为两种模式：一种是将盈利的有战略意义的国企股权转让，实行股份制改造，以公开上市和职工持股的方式转让国家股权；另一种是改革亏损企业，使其具备盈利能力之后再出售全部股权。经过 30 多年的国企改革实践，英国国有企业通过资本市场上市完成私有化，国企改革取得了积极的成效。通过私有化改革，国有企业存在的相关问题得以解决，企业的经营效率得到提高，部分长期亏损的国企亦实现了扭亏为盈，对市场的适应能力显著增强。

下载日志已记录，仅供内部参考



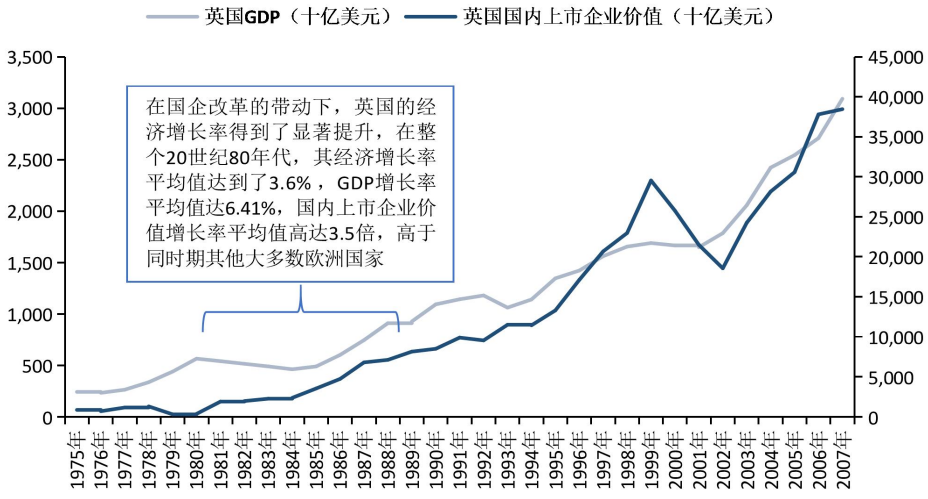
图2：英国国资国企改革的四个时期




资料来源：《英国国企改革对我国“混合所有制”改革的启示》（郭放，孙玥璠，2015），国信证券经济研究所整理

**在国企改革的带动下，英国的经济与政府的财政收入得到了显著提升。**首先，在整个 20 世纪 80 年代，其 GDP 年增长率平均值达 6.41%，国内上市企业价值增长率平均值高达 3.5 倍，高于同时期其他大多数欧洲国家。同时英国的通货膨胀率在 1980 年 5 月曾一度达到 21.9%，而到 1986 年下降到了 2.4%。截至 1988 年底，英国已有主要国有企业 18 家、其它国有企业 9 家实行了部分或全部私有化，占英国 GDP 总量的 5%。其次，国企改革为英国的国有企业带来了新的活力，大幅改善了其盈利状况。第三，国企改革带动英国政府的财政收入也随之增加。通过私有化，英国削减大量的国企岗位；国库收入超过 200 亿英镑；20%以上的英国市民成为此类私有化企业的股东，因施行福利政策而每年增长的财政赤字大幅减少。第四，国企改革增强了英国企业的竞争力，吸引了更多本国的人才留在英国发展，在一定程度上遏制了人才外流的现象。

图3：英国国资国企改革期间 GDP 与上市企业价值变化




资料来源：世界银行，Wind，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考



**案例：英国电信公司**

**英国电信公司（British Telecom，简称 BT）通过高效的市场化改革，由一家政府完全垄断性质逐步转变为“政府+市场”双引擎的现代化企业，这一案例被称为英国国企改革的“样板工程”。**1984 年，英国出台了电信行业私有化的方案，在改革过程中大规模减持国有股，同时通过《电信法》修正案引入“金股”制度。所谓“金股”，是指在多次的减持国有股比例的过程中，政府保留最后一股被称为“金股”。政府作为金股的持有者，拥有对重大事项的一票否决权。

在此背景下，1984-1987 年期间，英国电信公司通过证券市场向社会公众出售其 51%的股份，筹资 36.85 亿英镑，随后又累计出售了 45%的股份，而英国政府只保留不到 4%的股份。与此同时，英国电信公司通过海外直投和跨国收购重组战略等方式加入全球电信领域的竞争，经营范围涉及固定通话、移动通话、国际通话、互联网业务等领域。英国电信公司在完成国企私有化改革后，其公司股价保持了较长一段时间的稳步增长态势。

图4：1986-1991 年英国电信公司私有化改革后股价变化




资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 德国

**德国国有企业也称为公共企业，分为联邦、州及县（市镇乡）三级，大约 90%的公共企业为市镇所有，主要集中在交通、通讯、水电、教育、科研和社会福利等领域。**目前，德国国有企业主要分为两类，一类是不以盈利为主要目的的国有企业；另一类是由国家控股或者参股的有限责任公司或者股份公司，例如德国电信、德国邮政等。

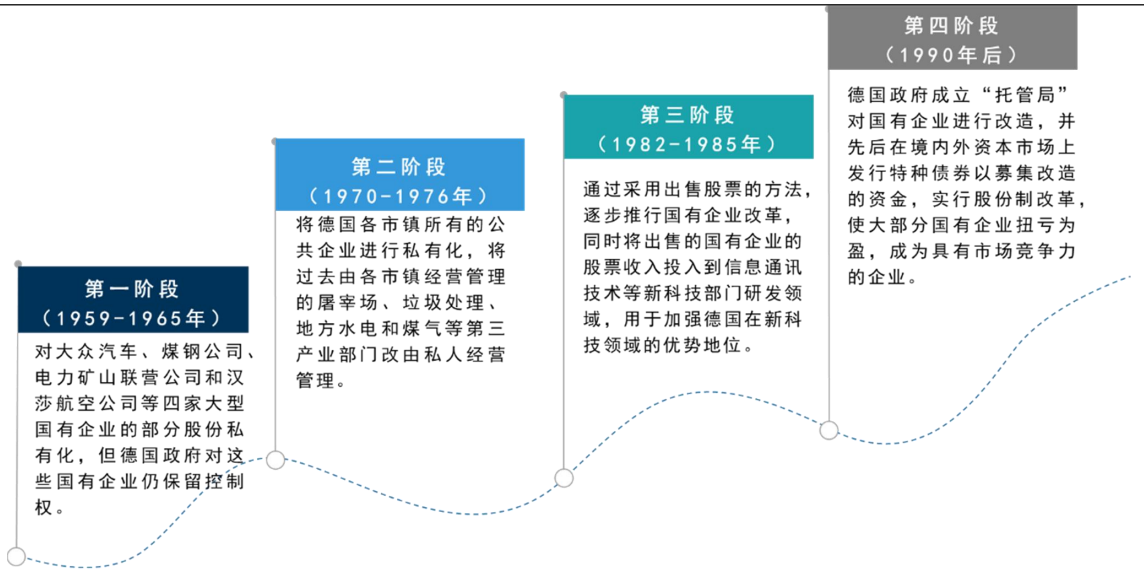
**德国的国资国企改革最早开始于 20 世纪 50 年代末，致力于推行发展社会市场经济体制，主要是放松管制和股权多元化，通过“人民股”的发行，形成德国公众对股份的广泛拥有权，相继在铁路、水电、港口等基础设施和公共事业领域加强国有经济建设和布局，并结合资本市场创造了一系列具有鲜明德国特色的经验，如：建立“金股”制度、成立“托管局”等。**德国的国有企业改革选择了社会市场经济这一独特的发展模式，这种模式强调采用资本主义私人生产的方式发挥市

下载日志已记录，仅供内部参考



场竞争作用，同时政府集中为市场提供公平的竞争环境而非直接干预市场运行。在德国这种经济体制的基础上，形成了国有企业既要承担生产经营活动，又要兼顾经济效益和社会责任的双重使命，同时还要直接参与市场竞争。

图5：德国国有经济改革的几个重要历史阶段



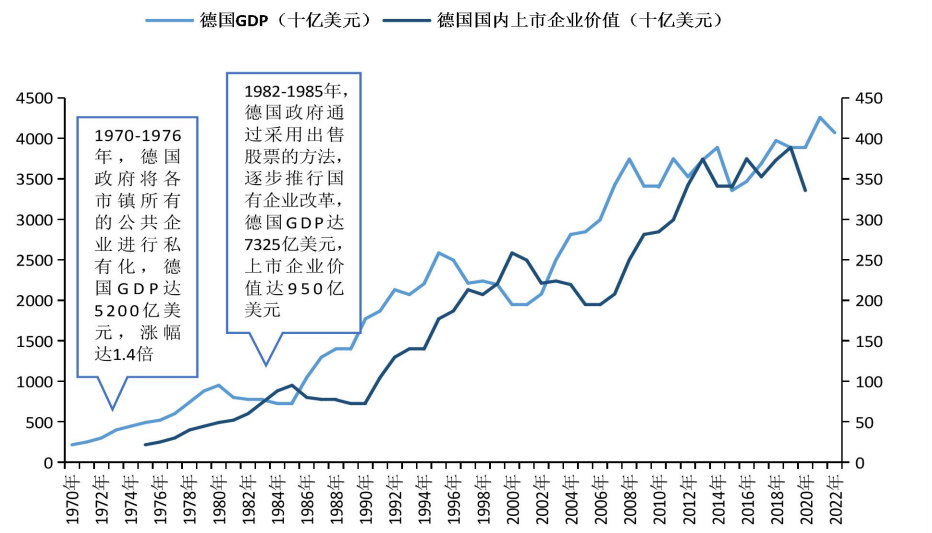

资料来源：《德国国企改革：通过民营化来改造国有企业》（赵玲玲，2014），国信证券经济研究所整理

**20 世纪 60 年代，德国政府出台相关法律引入“金股”制度，其中有两点重要规定：第一，股东表决权与股份持有份额相分离，任何单一股东享有的投票权都不得超过 20%（包括政府）；第二，地方政府拥有 20%的表决权以及否决权。**以此确保了政府的控制权，并保护了中小股东、国家和地方政府的利益。在 20 世纪 80 年代，德国政府对国有企业实行股份制改革，再通过资本市场上市发行或者出售股票实现私有化改革，以公开的方式吸收民间资本，逐步推行国有企业改革。1990 年后，德国政府成立“托管局”对国有企业进行改造。德国托管局先后在境内外资本市场上发行特种债券以募集改造的资金，并实行股份制改革，使大部分国有企业扭亏为盈，成为具有市场竞争力的企业。同时，对负债累累的国有企业则从员工队伍、企业环境等方面加以改进后再出售，以此降低国企改革的成本。此外，国家对企业由直接控股改为间接控股，将过去国有企业单一化的管理形式改为多元化管理模式，企业资产的管理方式也随之更加多样化。整体来看，德国的国企改革取得了较好的成效，促进了经济增长，也提升了政府的财政收入，提高了公共服务的质量，进一步使公共服务社会化，从而减轻政府的财政负担。

下载日志已记录，仅供内部参考



图6：德国国有经济改革期间 GDP 与上市企业价值变化




资料来源：世界银行，国信证券经济研究所整理

**目前，德国股票市场的主要指数中，有 1/4 的标的股是由国有企业改革上市后的企业构成的。**由此可见，德国国有经济改革并非仅仅为了提高国有企业效益，而是德国政府随着经济社会发展的趋势与需要，持续对国有经济的发展目标和战略计划进行调整与完善，减少国家对经济的直接干预，进而保证德国经济不断向前发展的一个循序渐进的长期过程。

**案例：大众汽车公司**

第二次世界大战后德国经济规模只有战前的五分之一，经济下滑导致消费力受到严重冲击。叠加战后大众公司号召的“汽车储蓄计划”所募集的资金早已损失殆尽、劳工的薪酬与赔偿无法兑现，导致公司负债累累。高额的负债使大众公司面临着倒闭的风险。1960 年，德国大众集团实行国有企业股份制改革。1961 年，大众集团上市，大部分德国政府持有的股份出售给社会大众实现私有化改革。1987 年，德国联邦政府将所持有的大众汽车公司、鲁尔煤矿公司和普鲁士矿冶股份公司（现改为途易股份公司）等主要国有企业的股份全部售出。到 2005 年，德国联邦政府在大众已经没有股份，但下萨克森州政府依然拥有 20.94%的具有投票权的股份。随着上述股份制改革的实施，大众公司渡过了艰难的时期并获得了稳健的发展。

## 日本

**日本通过实施经济计划、产业政策等手段引导市场资源配置的方向，实行以市场经济为基础的政府主导型市场经济体制，从而实现国民经济增长目标。**在这种经济体制下，日本的国有企业主要分为三类：第一类是由政府直接投资建立并负责经营的企业；第二类是由政府出资建立但由企业自主经营的特殊法人企业；第三类是公私混合经营企业。

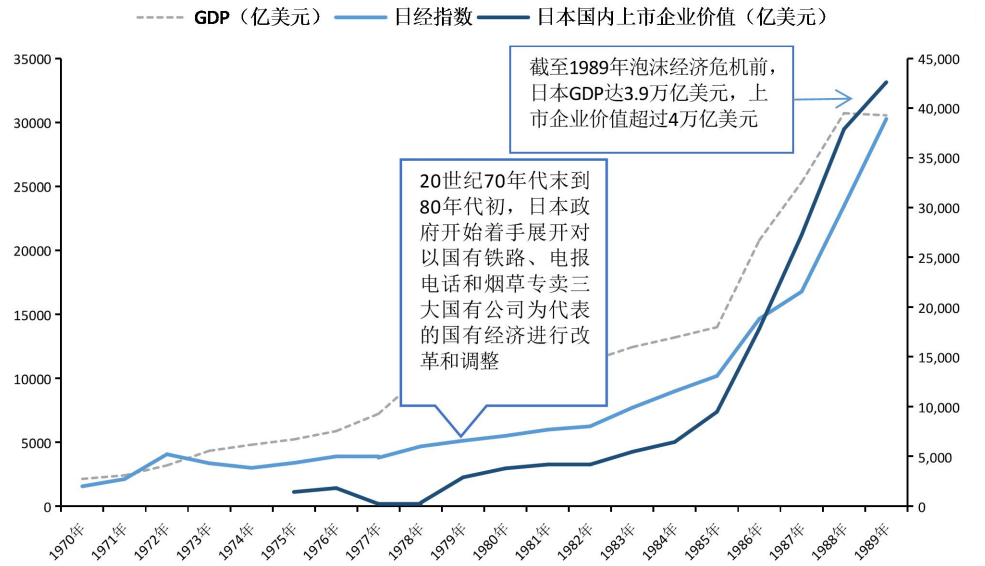
**20 世纪 70 年代末到 80 年代初，日本经济发展速度放缓、财政赤字不断攀升、国有企业亏损日益严重，此时日本政府开始着手展开对以国有铁路、通信和烟草专卖三大国有企业进行改革和调整。**日本政府首先通过了关于上述三大国有公社的法律改革，将三大公社改为股份制公司，随后通过上市、售出股份等方式在资本

下载日志已记录，仅供内部参考



市场逐步出售其中的国有股份。日本国企改革主要是通过逐步提高国有企业的经营自主权，彻底分开企业的所有权与经营权，减少政府对其经营活动的干预，提高企业经营效率，广泛推行国有企业的私有化。

图7：日本国有经济改革期间 GDP 与上市企业价值变化




资料来源：世界银行，Wind，国信证券经济研究所整理

**总体上看，日本国有企业改革的基本路径主要包括以下方面：（1）按照地区或业务进行分拆，组建新的公司。**这一举措旨在实现系统内部竞争，促进企业的发展和适应市场变化。通过将企业按照地区或业务拆分，能够更好地满足市场需求，提高企业的竞争力和效益；（2）成立控股公司，建立技术和信息共享平台。这一过程旨在发挥协同效应，促进企业间的合作和资源共享。通过成立控股公司，可以更好地管理和协调各子公司的发展，实现资源的优化配置和技术创新。同时，建立技术和信息共享平台，能够促进企业间的交流和合作，推动产业升级和发展；（3）通过资本市场上市完成国有股减持，实现资本流通和股权多元化。在资本市场上市旨在优化企业股权结构，推动企业实现市场化运作。通过上市，可以实现国有股的减持和股权多元化，吸引更多的投资者参与企业的投资和发展。同时，资本市场的流通性也可以为企业提供更多的资金支持和发展机会；（4）员工持股计划，让员工购买国有企业的股权，实现员工持股。员工持股计划可以激发员工的工作积极性和创造力，提高企业的凝聚力和竞争力。同时，员工持股也可以有效促进国有企业的私有化进程。在国企改革的带动下，1983 年后日本经济迅速发展，截至 1989 年泡沫经济危机前，日本 GDP 达 3.9 万亿美元，比 1980 年 GDP 增长超过 4.5 倍；上市企业价值超过 4 万亿美元。

**案例：日本国铁（JR）、日本电信公司（NTT）**

为全面推动日本国铁的改革计划，日本政府采取了强有力的措施。日本国铁是日本最大的国有企业之一，1986 年，由于经营不善、管理混乱、财政负担过重等问题，日本国铁陷入了严重的财务危机，总债务达 37.3 万亿日元，经过一系列改革最终被拆分为七家股份制公司，包括东日本、西日本、东海、北海道、四国、九州和货物等。这一改革进程标志着新的日本铁路体制的建立，实现了政企分开、破除垄断、引入竞争的核心目标。随后，上述公司通过在东京证券交易所上市将其股票以公开方式出售给投资者，从而实现了私有化。其中，东日本公司在东京

下载日志已记录，仅供内部参考



证券交易所上市出售国铁股份，所得收入为 1.07 万亿日元。通过日本国铁的改革，降低了政府的过度干预，企业的自主权得到了显著提高，企业的经营范围也得到了扩大。这使得企业的经营方式更加灵活多变，增强了企业在市场竞争中抵御风险的能力。同时，私有化改革还为企业带来了新的发展机遇，推动了日本铁路事业的持续发展。

随后，对于日本电信电话公司改革也采取了类似的措施。1995 年，日本政府决定将日本电信公司进行私有化改革，通过公开招标的方式出售其股份。最终，日本电信公司被一家名为“日本电信股份公司”的财团收购，该财团由 15 家国内外的企业和个人组成，其中大部分为私有企业。在日本电信电话公社改制为股份公司后，在东京证券交易所、大阪证券交易所等证券市场上市，日本政府多次通过证券市场出售日本电信电话股份公司的股票。私有化之后，日本电信公司进行了大规模的重组和改革，包括撤消重复的营业网点、实行扁平化管理、发展多元化的业务等。这些措施使得日本电信公司逐渐成为一家全球领先的通信企业，其市场价值也不断提高。

**日本国铁、日本电信电话公司的案例表明，通过资本市场进行改革是日本实现国有企业改革和发展的重要途径之一。**通过市场机制，证券市场交易可以最大程度地反映公司价值，也可以有效防止国有资产流失的现象发生。整体而言，国企改革使企业获得了更多的自主权和灵活性，为市场竞争中的发展奠定了坚实的基础。这也为其他国家提供了一个有益的参考，证明了政企分开、破除垄断、引入竞争是推动铁路事业发展的重要途径。

## 新加坡

**新加坡是国有经济及国家主权财富基金运营成功的典范。**国家主权财富基金是由政府或央行控制的投资基金，这些基金通常由国家的财政部门管理，并投资于各种资产类别，如股票、债券、房地产等。新加坡三大国有控股公司（淡马锡控股公司、新加坡政府投资公司和新加坡国家发展部控股有限公司）通过其广泛的投资渠道形成各自的企业网络。三家公司的投资领域几乎涵盖了经济发展的所有行业，尤其是在制造业、金融、贸易、运输、城市建设、环境治理等领域发挥着重要作用，其投资的公司很多都是地区性甚至是全球性的大公司。

**在新加坡建国初期、高速发展、应对危机等多个阶段，国有企业均发挥了举足轻重的重要作用。**20 世纪 70 年代中期，新加坡的国有企业日益增多。为加强对国有企业的管理与监管，1974 年新加坡政府成立淡马锡控股有限公司，是新加坡政府 100%控股的投资公司，但政府并没有对淡马锡的经营活动进行干预，只是通过派人参与董事会、项目核准制等方式对其实施外部监控，并以市场原则进行运营，从而实现利用市场机制对国有资本的高效配置，增强企业竞争力。因此淡马锡控股享有较大的经营自主权。根据淡马锡 2022 年年报显示，公司直接控制企业 23 家，间接控制企业 2,000 余家，在新加坡 10 家规模最大的上市企业中实际控股 7 家；总资产达 6,723 亿新元，占新加坡 GDP 10.4%，拥有的上市资产市值占新加坡股市总市值的 1/3 左右；在国内外的投资组合净值超过 4 千亿新元（3 千亿美元），在新加坡国民经济中具有重要地位。

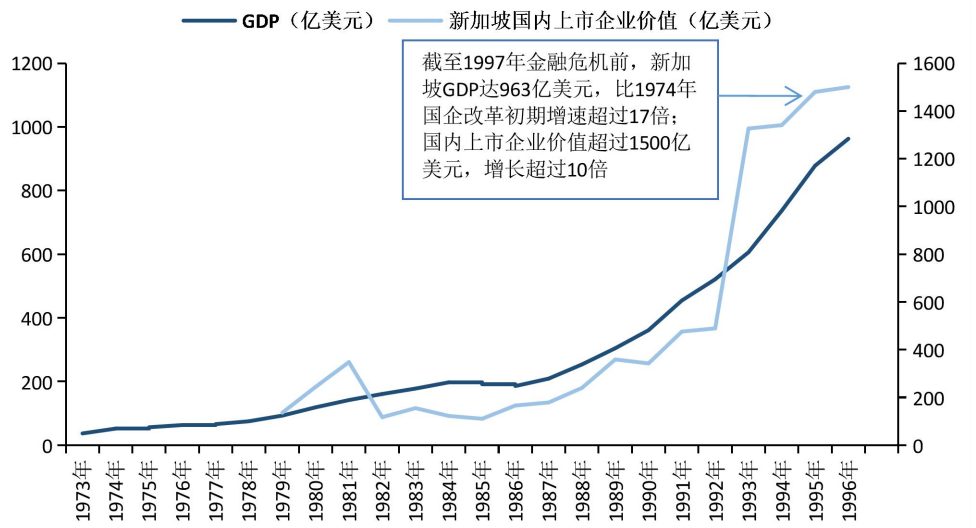
**随着世界经济形势的变化，从 1980 年代中后期起，新加坡政府开始对国有企业进行以私有化为中心的改革。**在 1990 年代初期，新加坡政府大力推行国有企业改革，旨在将一些具有战略意义的国有企业私有化，以提高其经营效率和竞争力。新加坡电信、新加坡航空公司、新加坡电力公司、新加坡港口集团、新加坡机场集团等作为新加坡大型的国有企业，成为了私有化改革的目标。根据新加坡法律规定，私有化国有企业中至少应有 30%的股权由政府控制，任何个人不得拥有公司 5%以上的股权，外资入股则不得超过公司总资产的 15%，避免个人投资者尤其

下载日志已记录，仅供内部参考



是外国投资者控制其国有企业。截至 1997 年金融危机前，新加坡国内上市企业价值超过 1,500 亿美元，比 1974 年国企改革初期增长超过 10 倍。

图8：新加坡国有经济改革后 GDP 与上市企业价值变化




资料来源：世界银行，Wind，国信证券经济研究所整理

新加坡国企改革主要有两种模式：一是通过资本市场上市或者出售国有股权等方式筹集巨额资金，再将所得资金用于投资高技术领域的国有企业；二是通过政府资金支持等手段，使国有企业经营结构转移到高技术领域，从而实现对国有企业的结构性改造。因此，国有企业私有化不但没有减少新加坡政府在经济中的作用，反而加强了其干预和调控经济的能力。在私有化的同时，新加坡政府还进一步调整了国有企业的经营结构，缩减传统工业领域的比重，增加国有企业在新兴科技领域的发展。

总体上看，新加坡主要是通过资本市场实现国有企业的私有化改革，吸引国内外个人和机构投资者参与，也是世界上国有资本运作较为成功的模式。新加坡国有企业改革的突出特征是减少政府干预但强调国家控股，同时强化对高新科技领域的支持力度，致力于实现产业结构的转型升级。新加坡政府在私有化的同时，也进一步调整了国营企业的经营结构，对国营企业的传统工业部门进行了缩减，加大了在新兴科技领域的投资力度。

**案例：新加坡电信公司、新加坡科技工程公司**

新加坡电信公司（Singapore Telecommunications Limited，简称 SingTel）是新加坡最大的国有企业之一，淡马锡控股是新加坡电信的大股东之一（目前占股 51%）。为了提高企业的竞争力和效率，以及适应市场发展的需要，新加坡政府于 1992 年将其私有化。

在 1990 年代初期，新加坡政府开始推行国有企业改革，旨在将一些具有战略意义的国有企业私有化，以提高其经营效率和竞争力。新加坡电信作为新加坡最大的国有企业之一，成为了私有化改革的目标之一。在 1992 年的私有化过程中，新加坡政府通过公开招标的方式出售了新加坡电信的股份，吸引了大量的投资者和公司参与竞标，募集资金约 40 亿新元，占其总资产的 11%，随后于 1993 年 11 月在新加坡证券交易所上市。私有化之后，新加坡电信的运营和管理更加灵活和市场化，公司可以更加自由地决定其经营策略和发展方向，有助于提高企业的竞争力

下载日志已记录，仅供内部参考



和效率，同时也使得新加坡电信更加适应市场发展的需要。

新加坡科技工程公司（Singapore Technologies Engineering）于 1967 年成立，由国防部控股，主要专注在军工和宇航。该公司在 1990 年代初期面临财政困难和经营不善的问题，为了挽救公司，新加坡政府开始对其进行私有化改革。1997 年于新加坡证券交易所上市，通过将其股票在交易所挂牌上市并出售给公众的方式实现其私有化改革，由淡马锡控股大部分股份，是新加坡证券交易所挂牌的最大公司之一，涵盖了航空、电子、通讯、工程、海事等多个高科技领域。在此过程中，新加坡政府逐步减少了对公司的干预，将公司的经营和管理权交给市场和投资者。

私有化改革后，新加坡科技工程公司的经营状况得到了显著改善，公司的收入和利润不断增长，股票价格也得到了提升。同时，公司的治理结构也得到了改善，董事会更加独立，管理层更加负责。

表1：境外发达国家资本市场服务国资国企改革的实践及经验

| 国家 | 资本市场服务国企国资改革的举措 | 具体成效与影响 |
|---|---|---|
| 美国 | 美国借力资本市场，采用私有化改革、“租赁”经营、企业经济效率提高，经营成本下降，使得企业的盈利增公司制改造等方式，政府在国有企业的管理上，把大批加，政府税收也随之增加。同时，通过出售国有企业，国有企业出租给私人垄断组织进行管理，政府与承租者政府在一定程度上摆脱了财政负担，增加了财政收入，协商确定条件，以具有法律效力的契约形式强化国有资使得政府的财政状况大幅改善。<br>产的权利和责任。美国对国有企业进行公司制改造。 | |
| 英国 | 英国的国有企业改革主要采取国企私有化的方式，包括经济与政府的财政收入得到了显著提升，其次，国企改整体出售、拆分售股给公司员工以及上市，此外还有发革为英国的国有企业带来了新的活力，大幅改善了其盈行特别股、发放中长期特许经营权、鼓励民营参与公共利状况。第三，国企改革带动英国政府的财政收入也随产品项目建设、建立特区试点等。 | 之增加，因施行福利政策而每年增长的财政赤字大幅减少。第四，国企改革增强了英国企业的竞争力，吸引了更多本国的人才留在英国发展，在一定程度上遏制了人才外流的现象。 |
| 德国 | 德国国企改革的重点是民营化改革，并结合资本市场创提升了政府的财政收入，提高了公共服务的质量，进一造了一系列具有鲜明德国特色的经验。包括：成立“托步使公共服务社会化，从而减轻政府的财政负担。在国管局”，发行“人民股”。此外，国家对企业由直接控企改革的带动下，德国资本市场的规模逐步扩大，1985制调整为间接控制，从国有企业单一化的管理形式变为年德国 GDP 达 7,325 亿美元，上市企业价值达 950 亿美多元化的管理，企业资产的管理方式也随之多样。 | 元。 |
| 日本 | 日本国有企业改革的基本路径主要是按照地区或业务进国有企业的财务状况出现好转，企业的生产效率和服务行分拆，组建新公司，形成系统内部竞争；成立控股公质量有所改善，国有企业重新焕发活力。通过资本市场司，建立技术和信息共享平台，发挥协同效应；通过资上市完成国有股减持，实现资本流通和股权多元化。通本市场上市完成国有股减持，实现资本流通和股权多元过证券市场出售股票，使股票的价格通过市场机制最大化。 | 程度地真实反映公司价值，也能够有效预防国有资产出售时发生流失的现象。 |
| 新加坡 | 新加坡国有企业改革主要通过资本市场实现国有企业的减少政府干预，强调国家控股，强化对高科技部门的支私有化，吸引国内外私人和机构投资者参与，也是世界持力度，推动产业结构的转型升级。<br>上国有资本运作较为成功的模式。 | |

资料来源：《从美英德日等国，探究国企改革的国际经验》（陈赟，2021），国信证券经济研究所整理

# 境外发展中国家的实践经验

## 俄罗斯

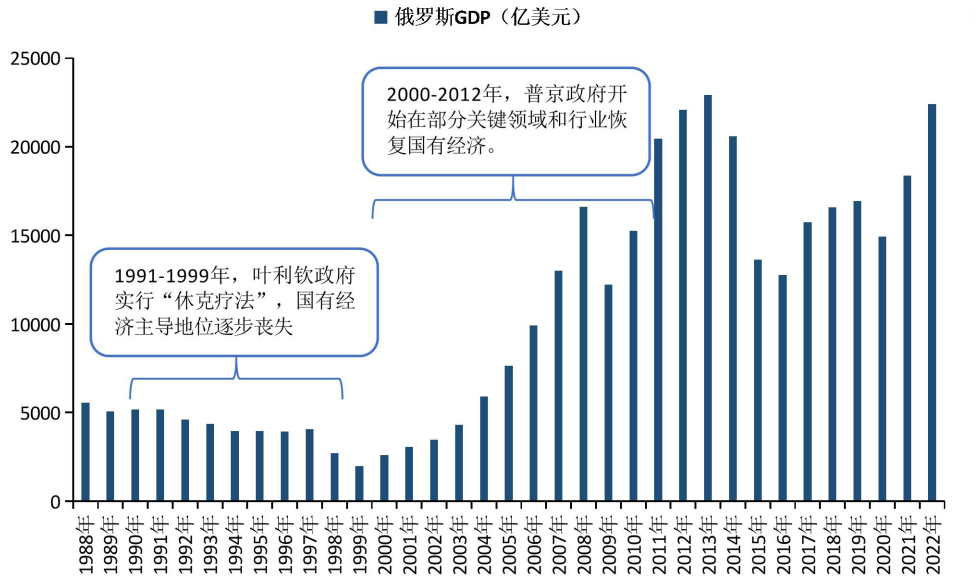
**俄罗斯的国有企业经历了多次改革。**1991-1999 年，叶利钦政府推行“休克疗法”，国有经济主导地位逐步丧失。2000-2012 年，普京政府开始在一些关键领域和行业恢复国有经济。2004 年，俄罗斯共有 1,063 家涉及国防、能源、运输、电力、对外贸易、银行、金属制造业等领域的大中型国有企业；其中，国防建设占比达

下载日志已记录，仅供内部参考



80%以上，石油能源企业再国有化也是普京政府的主要工作内容。

图9：俄罗斯国有经济改革期间国内 GDP 变化




资料来源：世界银行，Wind，国信证券经济研究所整理

**整体来看，股份制改革是俄罗斯改造国有大中型企业的主要途径。**相对于其他国家，俄罗斯的国企改革虽然也是以私有化国有资产为目标，但在体制转轨方面却有着更为鲜明的特点。自苏联解体后，俄罗斯开始对国有企业实行大规模私有化改造，基本上对所有允许改造范围内的大中型国有企业都进行了股份制改革，且成效显著。在这个过程中，国有企业改革经历了两个私有化阶段：一是“证券私有化”阶段，采取发放私有化证券方式，无偿转让国有资产。二是“现金私有化”阶段，采取出售改组为股份公司的国有企业股票，有偿转让国有资产。

图10：俄罗斯大中型企业私有化改革经历的两个阶段



“证券私有化”阶段

采取发放私有化证券方式，无偿转让国有资产方式。首先，将一定数目的大型国有企业改组为开放型的股份公司；其次，向公司发放私有化证券，凡属俄罗期公民每人获得一定数目的私有化证券；最后，拍卖出售私有化企业的股票，公民凭私有化证券购买股票，股票上市前采取优惠方案向本企业职工出售股票。



“现金私有化”阶段

采取出售改组为股份公司的国有企业股票，有偿转让国有资产方式。将私有化过程与企业投资活动紧密结合，包括将企业资产和不动产作为一个统一体出售；把出售企业股票进款的51%转入本企业资本账户；股票出售工作由股份控股者进行；在国外金融市场出售部分股票；允许采用和国股抵押贷款等方式，促进了现金私有化改革的进程。

资料来源：《俄罗斯国企改革对我国的启示》（高惺惟，2016），国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考



**资本市场在俄罗斯国企改革中发挥了重要的作用，通过证券私有化、引入战略投资者、资产重组和剥离、增加企业透明度以及优化企业结构等方式，为俄罗斯国企改革提供了有力的支持和推动。**（1）**证券私有化**：从大规模私有化开始至今，俄罗斯一直以在证券市场公开买卖股票为主要国企改革模式，鼓励企业从资本市场获得资金。但是，在各方面条件受到制约的影响下，俄罗斯资本市场依然发展缓慢，导致公司只能从股市中获得有限的资金，而银行提供给公司的贷款资金也有限。（2）**引入战略投资者**：受限于上述问题，国家只能从外部大股东控股转变到寻找战略投资人，这是俄罗斯在产权改革和公司治理方面的重大转变。战略投资人是持有公司大量股票、处于行业领导地位、具有成功业绩和雄厚资本实力的大股东，他们能给公司的治理结构带来资金和管理等方面的巨大变化。因此，俄罗斯在引进外资时不仅关注数量，更注重质量和对公司治理的实际效果。（3）**资产重组和剥离**：在国企改革过程中，俄罗斯政府采取了资产重组和剥离的方式，将非核心业务和资产剥离出来，以集中精力发展核心业务。通过资产重组和剥离，企业可以优化资源配置，提高经营效率，增强市场竞争力。（4）**增加企业透明度**：在资本市场中，透明度是至关重要的。俄罗斯的国企改革通过加强企业治理、建立健全的内部控制体系等方式，提高了企业的透明度，增强了投资者的信心。（5）**优化企业结构**：俄罗斯的国企改革还通过优化企业结构，如精简管理机构、引入竞争机制等，来提高企业的效率和竞争力。这些措施有助于改善企业的经营状况，并为企业在资本市场中获得更好的表现提供了支持。经过 10 余年的体制调整与改革，目前俄罗斯已经形成了以政府为主导、以国企为骨干、以市场竞争为基本原则“三位一体”的特色市场经济体制。

## 印度

**印度的国有企业带有强烈的计划经济特色，其国有企业比例高且覆盖面广，几乎涉及所有的国计民生行业，如金融、铁路公路、电信、邮政、公用事业等。**印度实行国有经济与私营经济并存的发展模式，其特点是强调政府主导经济计划，并强调优先发展本国重工业和基础工业。在国家政策的导向下，印度的国有经济得以迅速发展，但也带来了国有企业过度垄断、业务单一、效率低下、严重亏损以及压制私营企业发展和削弱市场竞争等问题，部分国有企业甚至面临严重的亏损和倒闭的风险。

**自 1991 年起，印度国有企业开始利用资本市场出售公司股权实现私有化改革。**1991 年，在 236 家国有企业中，有 109 家出现亏损，而这些企业的资本有 1/3 来自财政拨款。面对这种情况，印度政府开始实施国企私有化政策，通过出售国有资产来弥补财政赤字；除此之外，利用资本市场机制调整和优化企业资本结构，建立现代企业制度。1996 年 7 月，印度政府废除了对外国投资者持股不得超过 40%的不公正待遇，向国内外私人投资者开放电力、矿产、煤炭、电信和医药等高科技领域，最多出售比率将近 45%。1991-1996 年期间，共有 40 家大型国有企业出售价值超过 1,050 亿卢比的股权，所得收入全部计入印度政府投资收益，其中有 3 家国有企业股权出售比率达 50%。1997 年以后，政府又出售了近 40 家国有企业的股权，其中外国机构投资者可允许购买股权达 24%，个人投资者最高允许购买股权达 5%，但政府仍然握有公司的控制权。受到印度资本市场的局限性影响，市场对这种纯属甩包袱的国企减资反应冷淡。尽管如此，在资本市场出售股权的国企产权改革模式，对印度现代企业制度建设、完善与发展起到了重要的作用与影响。

**目前，印度仍有大量的国有企业存在。然而，许多印度国有企业已经在资本市场上市，并实现了社会持股。**从长远来看，引入社会资本有助于激发国有企业的创新与发展活力，对国有企业自身的健康发展具有重要意义。通过引入社会资本，国有企业可以获得更多的资金支持，提高运营效率，增强市场竞争力。同时，社

下载日志已记录，仅供内部参考



会资本的参与也有助于加强国有企业对市场变化的适应能力，更好地满足客户需求，提升企业形象和声誉。因此，引入社会资本对于印度国有企业的持续发展具有积极的影响。

## 越南

**资本市场是越南国企改革的重要推动力。**1991-1997 年，越南对一些中小国有企业进行股份制改革，并于 1996 年成立越南国家证券委员会，推动国有企业利用资本市场出售股权，实现私有化改革。2005 年，为确保更多优质股票上市，越南推进了包括银行、通信、交通运输和电力等领域内的上千家国有企业的股份制改革，其中包括越南通信总公司、越南航海总公司以及越南最大的商业银行-越南外贸银行等。到了 2005 年下半年，政府放宽了对本地证券市场外资准入的限制，除金融、银行和电信业等几个领域外，当局将境外个人或机构所占股份不得超过 30%的限制上调至 49%，极大程度地刺激了越南股票市场的发展。2006 年越南国有资本投资经营总公司（简称：越投）正式营运以来，成为越南加快国企股份制改造和推进国有资本向战略性产业聚集的重要推手。

图11：越南胡志明指数趋势图




资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**特别是 2007 年 1 月加入 WTO 以后，越南政府对国企进行大刀阔斧的改革，包括：退出一般竞争性领域，经营范围全面收缩；出售国企股份，或者进行彻底私有化；合并企业，打造有竞争力的综合企业集团，越南股票市场也掀起有史以来最大规模的公司上市热潮。**在此期间，越南政府前后将 1,000 多家国企划转至越投的名下。至 2012 年末，在这 1,000 多家国企中，总计有近 600 家国企完成了股份制改造。越南的国企改革目标更接近于新加坡的“淡马锡模式”，即从管企业逐步过渡到“管资本”。2015 年，越南各级国有企业占了越南股市总市值的 40%，对 GDP 总量的贡献接近 30%。目前，加快非战略性领域中国有资本的退出仍是越投的工作重点之一。

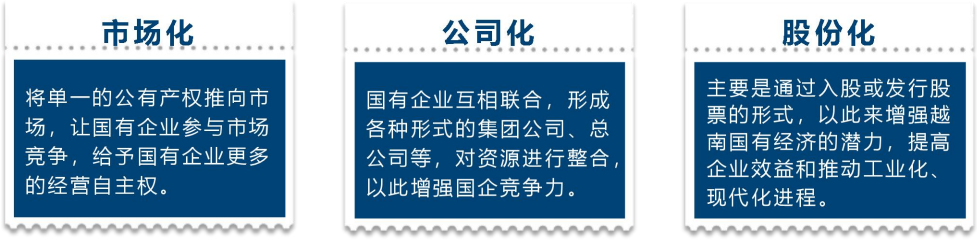
**由此可见，在越南的发展历程中，越南政府一直将国有企业的改革问题作为头等大事来抓。整体来看，越南国有企业的改革主要包括三个方面：市场化、公司化**

下载日志已记录，仅供内部参考



**和股份化。**首先，市场化改革是将单一的公有产权推向市场，让越南国有企业充分参与市场竞争，并赋予更多的经营自主权。这使得国有企业逐渐适应市场的发展，实现自主经营和自负盈亏。其次，公司化改革是在市场化的推动下，国有企业互相联合，形成集团公司、总公司等，进一步整合资源，提高国内外市场竞争力；同时越南国有企业的发展模式围绕政企分开、管理权与经营权相分离的方式形成，对企业的经营管理更为有利。最后，股份化改革是越南国企改革的重要特征，通过入股或发行股票的形式，增强越南国有经济的潜力，提高企业效益和推动工业化、现代化进程。这些改革措施旨在提高越南国有企业的经济效益和竞争力，推动越南经济的持续发展。

图12：越南国有企业改革的三大重点方向




资料来源：《越南对国有资本管理体制的实践与创新——以越南国有资本投资与经营总公司为中心》（王志刚，2014），国信证券经济研究所整理

# 境外实践经验的总结与借鉴

## 通过资本市场进行混合所有制改革是实现国有企业改革的重要途径

**资本市场进行混合所有制改革作为实现国有企业改革和发展的重要途径之一，发挥出以下几点作用：一是可以帮助国有企业筹集资金，扩大规模，提高市场竞争力。**通过在资本市场上市，国有企业可以获得更多的资金支持，同时也可以引入更多的投资者，增加企业的资本实力。**二是可以帮助国有企业实现股权多元化，引入多元化的投资主体，促进企业治理结构的完善。**通过在资本市场上市，国有企业可以引入更多的投资者，包括机构投资者和个人投资者，实现股权多元化，促进企业治理结构的完善。**三是帮助国有企业实现市场化经营，提高企业的竞争力和效率。**通过在资本市场上市，国有企业可以引入更多的竞争者，促进市场竞争的加剧，推动企业提高生产效率和管理水平。**四是帮助国有企业实现国际化发展，提高企业的国际竞争力。**通过在资本市场上市，国有企业可以引入更多的境外投资者，了解国际市场的发展动态，推动企业走向国际化发展。整体而言，资本市场可以帮助国有企业解决资金、治理结构、市场化经营和国际化发展等方面的问题，推动企业实现高质量的发展。

## 通过资本市场促进融资渠道改善，实现国资国企资源的优化配置

**从国资国企改革的实践经验来看，不难发现，国资国企改革是一项系统工程，上述国家在推进国资国企改革过程中十分重视利用资本市场这一平台工具，并围绕此实现改革的目标。**例如，新加坡政府主要通过资本市场实现国企私有化，吸引境内外个人和机构投资者参与投资；日本通过资本市场上市出售股权完成国有股减持，实现了资本流通和股权多元化等。

下载日志已记录，仅供内部参考



**持续优化资源配置和价值发现功能被普遍认为是成熟资本市场的标志。具体体现在：一是以资本市场为纽带，激发管理体制机制活力。**联合不同性质的资本，重组国有企业股权结构，实现股权多元化改革。**二是以资本市场为渠道，提高资本市场参与动力。**引入优质非国有资本，拓宽社会融资渠道，促进国有资本与社会资本等交叉持股、相互结合，不断优化资源配置。**三是以资本市场为基础，深化混合所有制改革成效。**提高国有企业现代治理能力，提高运行效率，实现国有资本的价值提升。因此，国资国企改革的过程中应注重大力发展资本市场，从投资端、融资端、交易端予以发力，进一步完善市场机制，健全市场功能，加强资本市场的规范管理。

## 通过资本市场促进政资分离，改善国有企业生产经营效率

**从境外发达和发展中国家对国资国企改革经验看，厘清政府与企业的关系，分离国有企业的所有权和经营权，能够有效解决和改善国有企业对政府的依赖性，同时避免受到政府的过多干预，提升企业的生产经营效率和经济效益。**上述国家在其国有企业改革的过程中，采取了多种措施。首先，政府减少对国有企业的持股比例，但仍保持控股地位。其次，将社会资本注入企业，推动其市场化经营。这些措施有助于降低政府对企业的管制，使企业在生产经营中享有较大的自主权。同时，加强财政部等部门对企业的财务状况监督和考核，实现政资分离体制，理顺政企关系，从“管企业”“管资产”走向“管资本”。

在上述过程中，资本市场发挥着重要的作用。一方面，资本市场机制促进国有企业更加致力于完善公司治理，建立有效的激励约束机制，提高盈利能力和水平；另一方面，资本市场可以通过增资扩股、借壳上市等方式调整国资在上市公司的比例，将资源进一步向优质的上市国企集中，有效调整国资战略布局，也可以通过并购重组的方式，将国资布局到具有盈利前景、有利于经济转型的产业方向。

## 通过资本市场推动健全现代企业制度，助力构建国有企业长效激励机制

**从境外经验看，健全国有企业的现代企业制度，包括职业经理人制度、员工持股、激励机制等，是国资国企改革的重点方向。在此过程中，国有企业借助资本市场实现上市和再融资，能够进一步打通混合所有制改革通道，拓宽融资渠道，获得企业长期发展所需的资金。**实际上，除了解决其融资问题外，资本市场在推动国企中长期激励等方面，借助其完善的流通机制、透明的运作机制、较强的市场信心传递等特征，通过股权激励、员工持股等多种方式，将个人利益与公司发展相绑定，构建起长效的激励约束机制，能够为国企的高质量发展提供重要的组织保障和人才支撑。

如：美国通过实施员工持股制度提升员工福利进而实现员工的内部激励；英国在一些大规模的国企私有化项目中，会无偿给予员工一定比例的股权，政府也会给员工优惠价格购买额外股权，实现股权激励机制；日本通过与员工共同分享企业股份所有权，激励性效果明显，企业的经营业绩得到了大幅提升。这些国家的员工持股计划，提高了企业的凝聚力和竞争力，充分利用经济激励的优势，最大限度地发挥了员工劳动要素的价值，挖掘出国有企业业绩的内部提升路径。

## 通过资本市场推进并购重组，帮助国资国企做强做优做大

**并购重组是典型的市场配置资源手段，是经济效率提升的重要载体。由于资本市场公开透明，在资产定价、交割转让、信息披露等方面，有较为成熟和规范的操**

下载日志已记录，仅供内部参考



**作模式，因此利用资本市场工具推动国企战略性重组整合，成为境外国资国企改革发展的重点方向之一。**例如，英国的老牌国企电信公司就曾一度通过出售股份、向投资者配股、剥离和出售无线及黄页业务等方式进行重组，帮助其在 2000 年艰难时期渡过难关，缓解债务危机，之后再通过资本收购等方式重新调整扩张战略，业务遍布 170 多个国家。在德国，并购重组已成为国有企业聚焦核心业务、提升资本效率的有效途径。2009 年德国政府就通过金融市场稳定基金的方式向德国商业银行注资，支撑其银行资本基础，进而支持其对德累斯顿银行的收购，此举既完成了对德国商业银行的事实国有化，又实现了对德累斯顿银行的纾困。

**并购重组拥有在较短期内集聚资源、人才、技术、产品、渠道等优势，促进国有企业更好地优化结构、盘活存量、价值重估、提质增效、转型发展，有效推动实体经济进行必要的转型和发展，实现产业升级。**今后中国应进一步通过资本市场的自动调节功能，坚持高质量发展标准，强化创新驱动发展导向，通过并购重组等方式，提升资本配置效率，为资金使用效率高、研发能力强的企业提供便捷、低成本的资金来源，在不断促进国有企业做强做优做大的过程中，更好地接延产业链、提升价值链、锻造供应链、形成创新链，增强全产业链、关键环节、标准和核心技术的控制力，最终实现资本与产业的良性互动。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 参考文献

[1]《英、法、德三国国有股东行为机制改革研究》，史忠良、毛树忠，《江西社会科学》，2007-10-25

[2]《俄罗斯国企改革对我国的启示》，高惺惟，《当代经济》，2016 年

[3]《世界国企调整浪潮与中国国企改革方向》,任真,《企业文明》，2012-07-15

[4]《国外国企改革经验综述及对我国国企改革启示》，刘建军，《当代财经》，2003-08-21

[5]《世界主要经济体国有经济发展与启示》，王少飞、李政、牛聪，《国资报告》，2023-04-01

[6]《美国、英国国有企业改革对我国的启示》,赵世萍,《当代经济》，2017-11-20

[7]《德国国有企业改革及启示》，古继宝、徐鸣，《行政论坛》，2005-06-25

[8]《20 世纪西方大国资本主义国有经济研究》，常辉，2016 年 5 月

[9]《英国国企改革对我国“混合所有制”改革的启示》，郭放、孙玥璠，《经济研究参考》，2015 年第 37 期

[10] 《越南对国有资本管理体制的实践与创新——以越南国有资本投资与经营总公司为中心》，王志刚，2014 年

下载日志已记录，仅供内部参考



# 风险提示

## 估值的风险

本报告为历史分析报告，不构成任何对市场走势的判断或建议，使用前请仔细阅读报告末页“相关声明”。



下载日志已记录，仅供内部参考



# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
| --- | --- | --- | --- |
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普 500 指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上 |

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 国信证券经济研究所

**深圳**
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

**上海**
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

**北京**
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032