

私募股权基金与国有企业改革发展的耦合研究

卢永真

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

摘要: 私募股权基金是资本投入与金融服务的有机结合, 不仅为国有企业提供充足的资金支持, 还为有效突破制约改革发展的关键环节给予极大帮助, 在促进国有企业改革发展方面具有其他金融机构难以起到的独特作用, 本文致力于私募股权基金与国有企业改革发展的耦合关系研究

关键词: 私募股权基金; 国企改革; 政府管制; 制约因素

引言

从运行机理和在发达国家的实践看, 私募股权基金在改善企业经营, 促进企业成长方面, 显示了其特有的功能。那么, 在中国, 特别是在国有企业的改革发展中, 私募股权基金能否发挥同样的作用呢? 回答这个问题, 应沿着如下逻辑思路展开讨论: 首先, 弄清国有企业的功能定位究竟是什么, 发展趋势的方向何在, 只有国有企业的改革发展以市场化为取向, 作为市场化金融工具的私募股权基金才有发挥效用的必要条件, 认清这个基本前提十分重要。其次, 中国国有企业改革发展的模式和路径有何特点, 其制约因素究竟是什么, 是否存在金融需求的缺口, 巨大的直接或间接金融需求不仅能为私募股权基金提供广阔的发展空间, 也将促生出私募股权基金推进国有企业改革发展的强大内在动力。第三, 私募股权基金在突破国有企业改革发展的瓶颈方面是否具有独特优势, 在中国的政治、经济和文化环境下, 私募股权基金必须具有满足中国特殊需求的特质, 才能产生显著的正效应。

本文着重研究私募股权基金与国有企业改革发展的耦合关系。¹

一、国有企业功能定位的理论分析

国有企业的功能定位, 既是其形成与存在的理由, 也是决定其发展脉络的出发点和归宿所在, 是把握国有企业整体走势的理论基础。各国对国有企业的定义各不相同。美国 and 加拿大对国有企业的限定要严格一些。在美国“国有企业”多是指政府的公共服务机构, 在加拿大则仅把联邦政府和地方政府的全资公司称作国有企业。欧共体委员会 1980 年 6 月对国有企业的定义是: 所谓国有企业, 是指由于所有权关系、直接参股等原因或规定, 政府能够对其直接或间接地施加支配性影响的企业。

(一) 从提供公共品的职能看国有企业的功能定位

国有企业的主要职能是提供公共品。公共品包括公共产品和公共服务, 是实现社会基本平等和稳定的基础, 与人的生存和发展直接相关, 是实现公民权利的有效载体, 同时对一个国家和民族的长远发展起着基础性作用。

在公共产品和公共服务领域, 政府的职责就是着力解决公众普遍关注的公共安全、基础设施、公共交通、保障性住房、基本资源能源供给等公共产品和基础教育、公共卫生、社会保障等关系民生的基本公共服务供给不足的问题, 通过创办国有企业, 建立和完善提供基本公共产品和公共服务的体制机制, 逐步扩大对城乡居民的公共产品供给, 改变基本公共服务供给中某些不合理的付费机制。

从发达国家经验来看, 公共产品和公共服务有如下一些基本特点: 第一, 公共产品和公共服务供给的增长与社会经济发展阶段相适应。第二, 政府是提供公共产品和公共服务的第

¹ 耦合, 原为物理学词汇, 指两个或两个以上的电路元件或电网络的输入与输出之间的紧密配合和相互影响, 并通过相互作用从一侧向另一侧传输能量的现象。这里指两个实体相互依赖于对方, 互惠互利。

一责任人。第三，公共产品和公共服务的提供方式不断调整完善，市场化趋势明显。第四，公共产品和公共服务的供给应在地区间相对均衡。

从提供公共产品和公共服务的上述特点看出，一般性的商业机构无法承担这些职能；若承担，则需要相应的政府补贴。正是由于民众对公共产品和公共服务不断增长的需要，使政府无法回避地担当起公共产品和公共服务供给的第一责任人职责，才使得发达的市场经济国家也要创办国有企业，还将长期存在下去。

（二）从政府管制看国有企业的功能定位

管制，即政府对市场的干预。管制问题涉及多个方面学科，包括经济学、行政管理学、法学和政治科学等，其本身不但是一个理论问题，更重要的是一个实践问题。政府管制又称为政府规制（governmental regulation），在经济学中特指政府对经营者的活动所做的限制和规定，它不同于政府运用经济政策对宏观经济运动所进行的控制或调节。

1. 政府管制的依据是存在市场失灵

西方经济学认为，市场竞争具有自发性、自利性、外部性等基本特征，这些先天的制约因素使得仅仅依靠市场机制有时无法有效配置资源，市场经济的功能往往难以达到最佳状态。造成市场失灵的因素包括：垄断、信息不对称、外部性、内部性、不完全竞争、公共物品、公正分配失灵、非价值物品的生产（如毒品、武器）等等。市场失灵出现时，政府采取管制手段，弥补市场机制的缺陷，保障经济正常运行。政府管制的范围就是市场失灵的范围。

2. 政府管制的主要方法

政府管制的目的，是在市场机制缺失的情况下，维护公平竞争的市场秩序，建立公平竞争的市场格局，及时、高效地提供公共产品和公共服务。

管制的显著特征是政府直接干预微观经济主体的活动，从路径上看，管制的种类通常可分为直接管制和间接管制。直接管制，是政府直接对企业的市场行为施加管制，包括准入、价格、许可、认可、标准、收费等手段。其中，直接管制分为经济性和社会性两类。经济性管制是对诸如自然垄断行业和金融业等特殊行业的管制；社会性管制是对企业行为造成药物和食品安全、环境污染等外部性问题，以及产品质量、生产安全等内部性问题进行的管制。间接管制，是指由司法机构依据法律程序实施的管制，主要针对企业的不正当竞争和垄断行为。

3. 政府管制的绩效

有必要进行政府管制，并不是说政府的任何管制都合理和有效。确保政府管制合理性的前提是，防止政府管制的“错位”、“缺位”和“越位”，需要界定政府与市场、社会的合理边界。政府管制是否有效，要根据成本收益原则，看其是否促进了社会整体福利。

4. 放松政府管制往往与国有企业民营化相伴随

从各国的发展实践看，政府放松管制的过程中，常常伴随着推进国有企业民营化和私有化的改革。上世纪 70 年代末到 80 年代，美国联邦政府在放松管制的同时，加速推进国有企业的民营化进程。

放松管制并不是完全放弃对市场的规制，任凭市场自由演变，使政府在市场运行中无所作为。恰恰相反，放松管制是为了更准确地界定政府在市场经济中的角色和作用，对政府提供公共产品和公共服务的基本职能领域清晰定位，确定政府管制的有效形式。

美国学者史普博认为，放松管制并不意味着是政府管制的结束，政府管制的历史是不断变换政府行为的重点和焦点的动态过程。

二、中国国有企业改革发展的探索

与前苏联、东欧等经济转轨国家不同，中国国有企业改革发展的道路与模式有着鲜明的独特性，源于历史文化，也源于现实国情。中国改革最大的不同之处在于，改革的顺序是市

场化改革先于产权制度变革，“改革之初，中国搁置了对已有财富的再分配问题，重点放在：建立新的公司运用新的技术、创造新的财富以及更重要的是，大规模地发展企业家精神。”²在国有企业改革的推进过程中，中小企业在先，大型企业居后，渐进色彩浓厚。理解中国国有企业改革发展的探索过程，便于认清改革发展的方向，更准确把握前进路上的主要问题和制约因素，对症下药。

（一）中国国有企业的界定及其属性

在中国，国家所出资的企业包含四种类型：一是传统意义上的国有企业，又称全民所有制企业，它是依法自主经营、自负盈亏、独立核算的商品生产和经营单位，依照《企业法》注册。其余三类则是依照《公司法》注册，按照国有股权比例不同分为国有独资公司、国有控股公司、国有参股公司。通常意义上讲国有企业，是指全民所有制企业、国有独资公司和国有控股公司这三类企业。

国有资本具有双重属性，即公共属性和经济属性。从经济属性出发，资本增值是唯一目标；而从公共属性出发，国有资本肩负多种使命。

国有经济是全民的共同财富，具有明确的公共属性，必须追求公共价值的实现，满足社会公共需求，维护全社会的共同利益，保障国家政治、经济和国防安全。国有经济控制国民经济命脉，发展壮大国有经济，对于增强国家的综合经济实力、国防实力和民族凝聚力，具有关键性作用。国有经济是国民经济中的主导力量。国家保障国有经济的巩固和发展。宪法和其它法律法规对国有经济的特定功能，及其在维护国家安全方面的重要作用作出了明确的定位。

（二）中国国有企业改革的理论演进与实践

中国的国有企业改革，从1978年10月开始至今已三十多年，大体可划分为三大时期：一是从1978年到1992年，在计划经济体制下，改革的重点是对国有企业放权让利，扩大企业自主权，转换企业经营机制，增强企业的活力。二是从1992年到2002年，围绕建立和完善社会主义市场经济体制的总目标，重点推进国有企业建立现代企业制度，注重把国有企业的改革同改组、改制和加强管理结合起来，在深化国有企业改革中推进国有经济布局 and 结构调整，增强国有经济控制力，使其发挥主导作用。三是2003年国资委成立至今，从两个方面推进国有企业改革，在宏观层面优化国有经济布局与结构，在微观层面以建立现代企业制度为导向，做优做强国有企业，培育具有自主创新能力、知名品牌和较强国际竞争力的大企业大集团。

1. 1978年—1992年，在计划经济体制下以放权让利为主要方式的国有企业改革

1978年—1984年的国有企业改革的主要做法是扩大企业自主权，这是中国国有企业改革历史的起点，包括放权让利、两步利改税等内容。

1978年10月四川省选择6家地方国营企业进行扩大企业自主权试点，允许企业在完成增产增收的目标后，提取少量利润留成用于发放职工奖金。随后，试点范围不断扩大，到1980年6月底，全国试点企业总数超过6000家，约占全国预算工业企业总数的16%。国务院决定从1981年起，在国营工业企业中全面推开扩大企业自主权工作。

1985年—1992年国有企业改革的主要做法是推行承包经营责任制，实施两权分离。其思路是所有权归国家，经营权归企业，在企业经营中两权相分离。1984年10月中共十二届三中全会提出国有企业改革的目标是，使企业成为独立的经济法人实体，自主经营、自负盈亏。围绕这一目标，国有企业改革的指导思想就是实行两权分离，政企职责分开，国有企业向独立的市场主体转变。

2. 1992年—2002年，在社会主义市场经济体制下以建立现代企业制度为取向的国有企业改革

² 斯蒂格利茨，《发展与发展政策》，中国金融出版社，2009，P509。

1992 年 10 月中共十四大首次提出，中国经济体制改革的目标是建立社会主义市场经济体制。1993 年 11 月，中共十四届三中全会把建立现代企业制度确定为国有企业改革的方向，现代企业制度的基本特征概括为产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学四个方面。这次会议通过的《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》指出，国有企业要成为法人实体和市场竞争主体。

经过几年努力，国有企业改革取得一些成绩。截至 2001 年底，国家统计局企业调查总队重点调查的 4000 多家企业中，改制面达到 70%以上，非国有投资主体比例有所上升。通过清产核资、界定产权，企业法人财产权制度初步建立。

3. 国有资产监督管理委员会设立之后，以做优做强培育具有国际竞争力的大企业为目标的国有企业改革

中共十六届三中全会通过的《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》，是对中共十四届三中全会《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》的进一步发展，在以现代企业制度为国有企业改革和发展的方向的基础上，提出：“建立归属清晰、权责明确、保护严格、流转顺畅的现代产权制度”。这是首次提出建立现代产权制度，进一步完善了国有企业改革的理论体系，是社会主义市场经济理论的又一重大突破。

国有企业改革进入新的阶段。其主要做法：

一是建立新的国有资产监督管理体制。2003 年 4 月 6 日，国务院国有资产监督管理委员会正式成立，196 家中央企业纳入其监管，资产近 11 万亿。国资委代表国家履行出资人职能，承担管理资产和管人管事的职责。国资委的建立，首次解决了出资人到位这个国有企业改革的关键问题，结束了国有资产由多个部门多头管理的混乱局面。

二是进一步明确国有企业改制的方向和当前的主要任务。中共十六届三中全会提出使股份制成为公有制的主要实现形式，这是对国有企业改革理论的重要突破，国有企业改革进入以股份制改革为方向的新阶段。除了极少数涉及国家安全、必须由国家垄断经营的企业，以及专门从事国有股权管理的国有资产经营公司外，包括中央企业在内的绝大多数国有企业都要改制成为股权多元化的公司。

三是强化对企业负责人经营业绩考核。2003 年 11 月《中央企业负责人经营业绩考核办法》正式出台，国资委开始以出资人的身份对中央企业负责人进行业绩考核。企业负责人业绩考核制度 2004 年 1 月 1 日起在中央企业全面实施，以 3 年为一个考核任期，配套的企业高管年薪制也同时启动。业绩考核办法在第二和第三个任期均作了修订，在 2010 年开始的第三个任期，中央企业全面推行了经济增加值（EVA）考核。

四是推行国有独资公司董事会试点。2004 年国资委开始在中央企业进行国有独资建立和完善董事会试点，2005 年 10 月宝钢集团公司董事会试点率先推出。在此基础上，国资委近年又推出建立规范董事会试点，截止 2010 年底，已有 32 家中央企业开展了建立规范董事会的试点。

（三）中国国有企业的现状及其在国民经济中的作用

1. 国有经济布局 and 结构有所改善

国有经济分布范围显著收缩，在国民经济中的比重逐步下降。截止 2010 年底，全国国有企业户数共计 11.9 万户，比 2003 年减少 3.1 万户，年均减少 8%；在工业总产值的构成中，国有工业占比由 1980 年的 80%下降到 40%以下；职工人数由 1990 年的 4363 万人下降到 2045 万人。国有资本逐步向关系国家安全和国民经济命脉的军工、基础产业、交通运输、通信等产业集中，向优势领域、优势企业集中。

在国际化经营方面，对外直接投资重点领域更为广布，突破香港、北美等传统地区，在非洲、拉美、东欧等国家增长迅速。在金融危机冲击下，中国的对外投资势头不降反升，投资总额从全球第十二位迅速上升到第五位，2010 年对外投资达 600 亿美元，并有望在 2013

年突破 1000 亿美元大关。中央企业“走出去”步伐进一步加快，成为中国企业对外投资的引领者，截止 2010 年底中央企业境外资产总量已达 2.6 万亿元，净利润超过 1100 亿元。

2. 企业重组取得一定成效

从 2003 年至 2011 年，中央企业户数从 196 家减少到 120 家。在企业重组中注重完善产业链条，形成协同效应，科技型企业与产业集团、以外贸为主业的“窗口”公司与国际化经营的实体企业之间的重组都取得较好成效。中央企业内部资源整合力度加大，大部分企业已将管理层级初步压缩到三级以内。地方国有企业的重组也取得有效进展。

3. 加大完善法人治理机制的力度

强化了建立和完善国有企业法人治理结构方面的探索，在董事会建设中力求由外部董事占多数，扭转企业决策层与执行层高度重合的窘境。实施股权、期权激励，建立健全对经理人的激励约束机制。全面推进企业内部的劳动、人事、分配三项制度改革，向全社会公开招聘企业高级管理人员，企业内部中层以下岗位实施竞聘，目前中央企业约 30% 的各级经营管理人才是通过市场化方式选聘的。

4. 企业改制和整体上市进展较为顺利

公司制股份制改革有所进展。产权登记数据显示，截至 2010 年 6 月底，中央企业及其子企业中，有 69.43% 的户数完成了公司制改革。其中，中央企业母公司有 32 户为公司制企业，占中央企业总户数的 25.06%，中央企业的一级、二级、三级及以下子企业中公司制企业占比分别为 56.03%、70.74% 和 76.82%。

在证券市场影响力不断增强。国有控股的上市公司成为沪深两市的主力 and 香港证券市场不可忽视的重要组成部分。截至 2010 年底，中央企业为实际控制人且持股比例在 20% 以上的上市公司共有 322 家，其中境内上市公司 228 家，境外上市公司 94 家（含 27 家 A+H 股公司）；中央企业资产总额的 52.88%、净资产的 68.05%、营业收入的 59.65% 都在上市公司。

整体上市进程加快。电信、石油行业的中央企业已基本完成了主营业务整体上市，实现了股权多元化。截止 2010 年底，中央企业实现主营业务整体上市的企业达到 34 家。

5. 技术创新能力有所增强

国有企业普遍加大研发投入，在一些重大项目方面取得新的突破。过去 5 年中央企业科技投入年均增幅达到 28.5%，专利的申请和授权数量年均增幅达到 40%，有 65 家中央企业进入国家级创新型企业行列，有 48.9% 的新增国家重点实验室建在中央企业。中央企业参与了 30% 的国家高技术发展研究计划(863)项目，在国家重点基础研究发展计划能源和材料领域研究项目中，中央企业承担的任务超过 50%。国家科技进步的特等奖全部由中央企业获得，一等奖的获奖面连续几年达到 60% 左右。中央企业直接参与的载人航天工程、“嫦娥工程”、特高压输电示范工程等一大批创新成果世界领先，被看作中国自主创新的典范。

“十一五”时期国有企业整体实力、综合素质和经济效益大幅度提升。尽管国有企业数量有所减少，但实现销售收入、资产和利润同步较快增长，主要经济指标频创历史新高，中央企业业绩增长尤为突出，资产总额、营业收入、上交税金和税后净利润等主要经营指标实现了五年翻一番。中央企业入围世界 500 强的家数从 2002 年的 6 家上升到 2010 年的 38 家，其中有 3 家排名在前 10 位。

总体来看，国有企业为中国经济持续快速稳定增长提供了强大的支撑，在国民经济发展中发挥着主导和引领作用。

三、中国国有企业改革发展的制约因素及金融需求

梳理中国国有企业改革发展中的问题，剖析制约因素，以及考察对金融的潜在需求，目的是找准私募股权基金发挥作用的切入点。

（一）中国国有企业改革发展中存在的问题

1. 国有经济布局与结构调整有待进一步深化

国有经济的战略性调整是要把有限的国有资本集中起来,投入到真正需要国有经济进入和加强的领域和行业中。虽然通过一系列国有企业重组和国有经济布局结构调整,在一定程度上优化了国有经济布局与结构,但要根本改变从传统计划经济承接下来的国有经济面面俱到的配置格局还远远不够。

国有经济分布面依然过宽,配置重点不突出。目前,国有经济除涉及国家安全、自然垄断的行业、提供重要公共产品和服务的行业,以及支柱产业和高新技术产业中的骨干企业外,还广泛分布于一些市场化程度比较高、竞争比较激烈的加工工业和一般性服务业。按照国民经济行业分类标准,中央企业三级以上企业在 20 个门类中都有分布。在国民经济 95 个大类行业中,中央三级以上企业涉足 86 个行业,行业分布面为 90.5%。国有资产过于分散,缺少结构性力量,集中度低,必然形成多个企业分散竞争、经营规模普遍偏小的低水平格局。从国有资产的动态变化看,资源配置重点不突出,在国有经济并没有优势的领域仍然大量配置国有资产,而在一些支柱产业、高新技术产业等需要发挥国有经济优势的关键性行业中,国有资产增长速度并不快。

国有经济在一些行业比重过高。从一些行业内部结构来看,国有经济比重过高,铁路系统的国有化程度超过 80%,电力、石油、石化、军工、民航、通信均在 90%以上,汽车工业国有化程度超过 70%,冶金工业国有化程度超过 60%,就是在一些竞争性的加工工业和一般竞争性服务行业,国有经济比重仍然偏高,如在批发和零售、贸易等门类中,国有企业所占的比重均超过了 50%。

中央和地方国有经济结构趋同,内部竞争激烈。由于“分灶吃饭”的财政体制,以及地方所担负的发展经济责任,国有经济同整个国民经济一样存在着严重的低层次结构重复现象。地区产业结构趋同,重复建设严重。

2. 国际化经营尚处于起步阶段,国际竞争力不强

中国企业总体上国际化发展程度不高。多年来中国一直居于发展中国家吸收外资的首位,成为引资大国,但与吸收外资相比中国对外直接投资则发展不够。尽管近年来对外投资加速,但对外直接投资流出量和存量仅相当全球的 0.9%和 0.55%,同期吸引外资与对外投资之比仅为 1: 0.09,不仅大大低于发达国家,也低于发展中国家水平。

企业国际竞争力不强,对外直接投资流出绩效数值低,在全球排名比较靠后,表明中国跨国公司缺乏所有权优势,这与中国企业总体技术水平不高、缺乏品牌和管理经验,处于全球分工产业价值链低端、国际竞争力不强有关。

国有企业国际化经营刚刚起步,从投资决策上看,不能站在企业发展战略的高度去规划境外投资行为,缺乏全面深入的考察和论证。产品技术处于引进改型阶段,缺少自主研发能力,新技术特别是关键技术仍掌握在外方的手中,产品质量不高,名牌实力弱。

3. 现代企业制度远未完成,公司治理仍需改善

股份制是公有制的主要实现形式。但大型国有企业母公司层面的公司制改革和股权多元化进程迟缓,并且改制后国有股比例过高。数据显示,截至 2010 年 6 月底,国资委监管的中央企业从 2003 年初的 196 户减少到 125 户,其中:境内注册的国有独资企业从 2003 年的 172 户减少到 91 户,主要是通过重组方式减少;国有独资公司从 2003 年的 10 户增加到 20 户。重组有所进展,但在集团层面完成公司制股份制改革的企业家数太少,集团一级实现投资主体多元化的只有 7 家。大多数中央企业都是单一投资主体,还是按《企业法》注册的,改制的企业增加缓慢。上市公司国有股比重过大,沪深两市国有控股的上市公司中第一大股东实际持股份额占公司总股本超过 50%的近 80%。

按照现代企业制度的要求,建立完善的法人治理结构和运行机制,总体上还有不少差距。

4. 技术创新能力仍有较大差距

国资委成立之初提出中央企业要“做大做强”。在“做大”这个目标上，中央企业取得较为突出的成绩，进入世界 500 强的企业数量快速增长。但与国际知名公司相比，中央企业的核心竞争力不强，突出表现为没有与规模相匹配的技术研发能力，缺乏具有自主知识产权的技术创新，没有叫得响的国际品牌。技术创新能力不强使中央企业在国际竞争中陷入“大而不强”的尴尬境地。

未来中央企业要在做强做优的基础上培育世界一流企业，在从大到强的转变过程中，大力提高技术创新能力是必须突破的发展瓶颈。

中央企业作为技术创新的主体，在观念、认识、体制、机制和管理等方面都还有很多障碍。国际上大型企业集团投入巨资强化技术创新能力，研发投入一般占到企业销售收入的 5%，截止 2009 年底中央企业这一比例才达到 2.1%。目前中央企业研发能力和水平与全球知名跨国公司相比有很大差距，重要产业对外技术依赖度比较高，不少核心关键技术还受制于人，创新型人才比较缺乏，自主创新能力不强。

（二）制约中国国有企业改革发展的因素分析

剖析制约中国国有企业改革发展的因素，找到进一步发展的瓶颈，不仅是为了发掘问题的根源，更是为解决问题寻求突破口，并针对这些具体问题，全面考察私募股权基金能否产生正效应。

1. 缺乏优化国有经济布局与结构的市场化手段

并购重组、产业整合是优化国有经济布局与结构的重要举措。中国已成为全球第二大经济体，市场经济体制建设进程不断加快，资本市场日益完善，中央企业等大型国有企业资产规模迅速壮大，且有许多资产在境内外证券市场上市。在此背景下，以往行政划拨式的并购重组已无法大范围推行，既存在法律上、規制上的制约，也受制于庞大的经济体量，操作上难度很大。

并购重组能否成功，更为关键的是后续的整合能否到位。从近年来中央企业重组的效果看，虽然企业数量从 196 家减少到 120 家左右，但企业整合的速度很慢，效果差，远没有达到预期的效果。

非市场化重组的弊端不容忽视。首先，不按市场价值进行交易，资产划出方或被重组者得不到收益，企业所有者和经营者缺乏动力。其次，被重组企业的历史遗留问题同样需要行政补贴等非市场化手段阶段解决，这个过程往往很漫长，严重制约企业的整合进程，甚至使重组方背上沉重包袱，不少重组方积极性也不高，大家都相信“世界上没有免费的午餐”。第三，如果并购重组涉及到上市公司，非市场化手段难度更大，有可能中途夭折，即使最后完成并购程序，也可能遭致非议，给企业商誉和市值带来损失，中国三大电信运营商的重组便是一个典型案例。必须找到恰当的市场化手段，才能消除国有企业并购重组中的上述弊端。

并购重组是一项专业性极强的资本运作。并购前的尽职调查，并购中的架构设计，并购后的资源整合，都需要熟谙资本运作的专业人士参与。金融技能在并购重组中的作用至关重要。

如何退出是优化国有经济布局与结构的另一个重要命题。“怎么退”，“退给谁”是两个必须面对的问题。行政划拨只能在国有企业之间进行，退给非国有成分的经济体只能出售，不许贱卖以防止国有资产流失。产权交易市场和证券市场都是国有经济退出的便捷通道，采用市场化的交易规则，能够使国有资产保值增值。

与“怎么退”相比，“退给谁”更为关键。布局在一般领域的国有资产采用市场化的退出方式即可，承接者选择范围相对较大；布局在关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域的国有资产，其“退给谁”的问题与国有企业股权多元化改革紧密相连。

2. 对当前企业改革的核心任务认识不清，主攻方向不明

国有企业改革的经验证明，必须定准着力点，避免力量分散，才能取得实质性突破。国资委成立以来，在加强国有资产监管方面推出一系列措施，建立和完善国有企业经营业绩考核制度；对国有企业经营者的薪酬实行规范管理，杜绝其自定薪酬；全球范围内招聘国有企业高管，加大职业经理人市场化改革力度；强化战略规划，实施全面风险管理等等。但在改革方面成效不显著，推进的力度较小。从国有企业改革发展的理论角度看，上述做法是强化企业管理和国有资产监管的举措，并不属于国有企业改革的范畴。1993 年中共十四届三中全会通过的《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》提出，建立现代企业制度是国有企业改革的方向；2002 年中共十六大提出建立现代产权制度，使股份制成为公有制的主要实现形式。这是国有企业改革理论的两次历史性突破，为国有企业改革指明了清晰的方向。2006 年 12 月《国务院国资委关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》进一步提出，要加快国有大型企业股份制改革，实现投资主体多元化。同时，从国有企业改革的实际进程看，在全国范围内，中小型国有企业的改制已基本完成。由此可见，当前国有企业改革的核心任务是对国有大型企业实行股份制改造，推进产权多元化。对核心任务缺乏足够的清晰判断，致使在国有企业股份制改革方面的动力不够足，推进力度不够大。

3. 难以找到股权多元化改革的合格投资者

国资委成立以来，国有企业发展势头迅猛，国资监管和国有企业的各项管理得以加强，成绩有目共睹，但国有大型企业集团公司层面的公司制、股份制改革推进迟缓。之所以如此，固然主要原因是对当前国有企业改革发展的核心任务认识不够清晰透彻，主攻力量分散所致，但从技术角度讲，对市场化手段认识不充分，难以找到有效的推进工具也是不容忽视的大问题，以往对中小型国有企业“一卖了之”的做法，根本无法担当推进大型国有企业改革发展的重任。在推进大型国有企业股权多元化改革中，在如何选定合格的机构投资者方面，还没有找到清晰的答案。

20 世纪 90 年代，中国曾经提出过以市场换技术、以市场换管理的改革思路，在此指引下，许多国有企业积极与国际知名跨国公司进行合资合作，取得一定成效。但实践证明，关键技术是买不到、换不到的。目前，国有企业与跨国公司合资目的更多的是寻求技术协助和开辟国际市场。引进外资参与股权多元化改革，提升公司治理水平的愿望大为减弱，动力不强。同时，国有企业随着赢利能力的迅速增强，经常会将跨国公司当做竞争对手，对外国同行在华的股权投资持谨慎态度。

对于民营企业能否参与国有企业的股权多元化改革，国有企业的出资人和管理者也犹豫不决。首先，民营企业以中小企业居多，吸收他们参与大型国有企业股权多元化改革的可能性很低。其次，高科技尤其是 IT 和互联网领域的民营企业规模大，技术含量高，又有许多企业是上市公司，但与大型国有企业的行业布局方向不一致，缺乏互补性。第三，与国有企业布局相同的大型民营企业，往往在企业规模、管理跨度等方面还逊于国有企业，甚至管理能力上也不一定得到国有企业的认可，家族性管理的民营企业更是被彻底排除在外。

金融机构总体上是国有企业股权多元化改革合意的潜在参与者，但最被看好的商业银行受限不能进行股权投资。国有企业的出资人和经营者对其他金融机构或缺乏了解，或担心风险不可控，或因条件还不够成熟，是否引入其股权投资，处在难以抉择的纠结中。

从操作层面看，未能选定合格的潜在投资者，严重制约国有企业股权多元化改革的进程。

4. 企业缺乏技术创新的内在动力机制

总体而言，国有企业对技术创新之于自身的战略性意义认识不够充分。对国民经济而言，当前的战略性任务是转变经济发展方式。国有企业在整体盈利能力大为增强，市场影响力不断提升的基础上，今后的主要使命应该是技术创新，这是国有企业的功能定位所决定的，是国有企业在国民经济中发挥主导和引领作用的主要体现方式。目前很多国有企业在盈利模

式上仍热衷于简单的规模扩张，或过度依靠稀缺资源，发展方式没有转变，没有在战略上将技术创新作为企业发展的支撑力量。

考核的导向不利于企业技术创新。对于兼有经济属性与公共属性的国有企业来讲，出资人的考核导向在更大程度上决定了其行为准则，从国有企业经营者的价值取向看，与其说是利润导向，不如说是考核导向更为贴切。目前国有企业的出资人主要对企业当期（当年和三年一届的任期）的盈利状况进行考核，技术创新在考核标准中的权重过低，影响企业技术创新的积极性，因为巨额研发投入在当期都是很难带来经济效益的。技术创新投入很大，收益又有很大的不确定性，而企业的业绩直接决定经营者的薪酬水平。国有企业缺乏从事高风险技术创新的内在动力。

5. 海外并购缺乏渠道资源和经验

国有企业进行海外并购面临很大困境。除了资金需求量大以外，专业技能是更大的不足，不熟悉被投资国的法律、经济结构和文化传统，给尽职调查、并购谈判和并购后整合带来很多困难，有些企业因情况没有事先摸清盲目并购而背上沉重的包袱。同时，国有企业的身份往往被误解，个别国家将中国国有企业的商业活动曲解为中国政府的行为，并购活动被打上政治烙印，致使失败的概率被人为地提高。

缺乏全球资源网络，专业技能低，经验不足等严重制约国有企业国际化经营的步伐。

以往国有企业的改革思路不够宽，囿于国有企业自身的观念根深蒂固，亟需拓宽视野，关注金融工具对国有企业改革发展的促进作用。

（三）国有企业改革发展对私募股权基金的金融需求

国有企业改革发展对金融服务的需求巨大。以中央企业为例，截至 2010 年底，122 家中央企业总资产约为 25 万亿，净资产约为 10 万亿，有 300 多家控股参股的境内外上市公司。但目前尚有 50 余家中央企业还没有上市公司，有大约 12 万亿的总资产、3 万亿的净资产还在上市公司之外。地方国有企业未上市的存量同样十分巨大。这些企业和资产的上市，需要拥有雄厚资金实力的私募股权基金参与。已经上市的公司也存在上市后私募融资（PIPE）的巨大需求，对金融服务的需求数量也不一定小于未上市企业，且对金融服务的层次和质量要求将更高。

除了股票上市和后续配股融资以外，为摆脱过度依赖银行信贷的间接融资模式，私募股权基金也是国有企业异常重要的直接融资对象。国有企业大多布局在重化工业领域，属资本密集型产业，在银行信贷为主的间接融资模式下，企业的负债率偏高，截止 2009 年底，50% 以上的中央企业负债率超过 65%，三分之一的非工业领域中央企业负债率超过 75%，电力企业的负债率甚至超过了 80%。国有企业改善资本机构，降低财务费用的巨大需求，为私募股权基金提供了另一个施展平台。

近十万家国有企业的公司制股份制改革、企业并购重组、资产注入与整体上市仍有许多工作未完成，中国企业“走出去”跨国并购仍在寻求大的突破，这一切既需要巨额资金投入，更需要高品质的金融服务支持，对于私募股权基金来说蕴含着巨大的成长空间。

四、私募股权基金在促进国有企业改革发展方面具有独特优势

在中国的政治、经济和文化环境下，私募股权基金只有具备适合中国国情的独特优势，才能在各种改革措施与手段中脱颖而出，充分发挥其效用。

（一）功能特性恰恰适合解决当前制约国有企业改革发展的问題

突破当前制约国有企业改革发展的瓶颈，正是私募股权基金的优势所在。从功能特性和运行机理看，私募股权基金是资本投入与金融服务的有机结合，在投入资金的同时，还提供大量的金融服务，以及其它管理咨询服务，为国有企业有效突破制约改革发展的关键环节给予极大帮助。创业投资基金凭借其对科技前沿领域的准确把握，精准挑选产业化前景好的技

术创新项目进行投资，不仅为企业技术创新提供及时的资本支持，分散企业投资风险，还辅导其准确把握资本市场的相关规则，使其发展模式和潜在价值被投资者认可，获得市场的高估值，提升技术创新的盈利空间，从而激发企业经营者技术创新的本能冲动，有效解决国有企业技术创新内在动力不足的问题。成长型私募股权基金在投资入股国有企业后，往往深度介入企业董事会，利用自身在控制因信息不对称而产生的逆向选择和道德风险方面的独特优势，花大气力帮助企业健全治理机构，完善治理机制，提升治理水平，还为企业在市场开拓、业务协助等方面提供资源和网络支持。并购基金在优化国有经济布局结构的企业重组和产业整合中，充分发挥市场化手段的优势，借助其强大的资金募集能力，熟谙的资本运作技能，以及与资本市场顺畅稳定的通道，加速企业并购特别是整合的进程。在国有企业海外并购中，并购基金利用其金融工具灵活、跨市场跨文化协作网络发达和操作经验丰富的优势，可帮助中国企业加重谈判筹码，提高并购的成功率。私募股权基金为企业提供金融服务，以及管理、业务拓展等领域的指导和咨询，既是其专业特长所在，又是保护其投资安全，追求高额投资回报的必然选择。内在特性决定了私募股权基金是国有企业改革发展有力的推手。

（二）国有机构占主导可规避国有资产流失的政治风险

国内大型和超大型的私募股权基金多以产业投资基金的形式设立，且投资者以金融机构和国有企业为主，虽然有部分资金来源于民营资本，但基金的实际控制人多为国有机构，甚至有地方政府的浓重色彩。在实际运行中，以民营资本为主或实际控制人的中小规模私募股权基金，因准入限制、资金实力、操作难度及整合资源能力所限等原因，很少投资于国有企业股权。这样的市场格局使得私募股权基金有可能造成国有资产流失、甚至导致中国私有化浪潮的经济风险和政治风险得以缓解，在很大程度上消除了管理层和民众对“私募”的过度担心。

外资背景的私募股权基金在投资中国企业时要严格遵循《外商投资产业指导目录》，禁止类的产业外资无法进入，对限制类的产业商务部有着严格的审批制度，对非限制（鼓励）类产业的投资则有助于国有企业的发展。对并购类的投资审查更为严格，2011年9月《实施外国投资者并购境内企业安全审查制度的规定》正式生效，将全面展开外商并购投资对中国经济安全性影响的审查。目前外商对华投资仍以绿地投资为主，2010年并购投资占比仅为3.1%。同时，外资私募股权基金一般并不追求控股股东地位，往往保持财务投资者的角色，不会对国有企业及相关产业造成损害。对外资私募股权基金投资审批时，中国商务部的产业损害调查部门对外商投资可能带来的产业损害一直持谨慎态度，把关严格。

（三）具有其他金融机构难以起到的独特作用

有关部门一直坚定地推动投融资体制改革，加大直接融资的比重。大型国有企业多属于资本密集型产业，往往有着较高的资产负债率，从战略上讲不宜长期过度依赖银行信贷等间接融资。在股权融资中，私募股权基金较IPO不仅便利，又能使大型国有企业在选择投资者时拥有更多的主动权。

私募股权基金在企业并购，特别是海外并购中的作用更是其他金融工具难以替代的。以并购贷款为例，2008年底银监会推出并购贷款，但这项业务发展并不顺利，2009年底只有少数银行开展了并购贷款业务，余额仅仅200亿元左右，2010年并购贷款规模增加较为迅速，年底余额达到850亿元，其中五大国有银行的余额超过500亿元。并购贷款之所以没有达到预期效果，有着复杂的原因，首先，并购贷款收益与风险不匹配，从全球看企业并购的成功率不到50%，并购后整合的成功率更低，并购是风险很高的一项活动，而商业银行却只能获得贷款收益。其次，并购业务涉及许多环节，从前期的项目筛选，到目标项目的估值、定价，再到并购谈判，最后到整合，不仅业务流程复杂，而且要求配备数量众多的熟悉这些技能的投资银行人员。并购贷款的技术含量远远超过普通的商业贷款，风险高收益却不能匹配，因此并没有在企业并购中发挥很大的作用。

信托公司资金的短期性属性，保险公司对实业领域投资的非专业性和安全性诉求，都使其无法在对企业股权的投资中取代私募股权基金的独特作用。

并购基金在企业并购重组中的作用被金融市场的大量实践所证明，具有难以替代的地位。

（四）与外资、民营资本、个人相比的比较优势

外资中的产业资本即战略投资者投资于国有企业，虽然在符合《外商投资产业指导目录》的条件下得到政府主管部门的许可，但国有企业特别是中央企业的股东和经营者往往对此抱有谨慎态度，他们更愿将来自国外的同行看作是竞争者，而非合作者。外资中的私募股权资本即财务投资者，因其投资目的即为退出获利，作为阶段性的合作者容易为国有企业所接受。

从总体上讲，民营企业较国有企业规模小，技术含量低，国际化程度低，尽管有不少企业已经 IPO 成为公众公司，但管理水平大多还停留在家族企业的层面，公司治理水平需大力提升。因此，民营企业更适合以私募股权基金的机构投资者身份间接投资于国有企业，而非直接参与国有企业特别是中央企业的股权多元化改造。

由于早期中国证券市场融资规模有限，大型国有企业大多选择在海外证券市场上市。随着中国民众财富的不断壮大，要求大型国有企业回归境内证券市场的呼声日高。大型国有企业只在境外上市，仅让国外投资者分享中国国有企业发展成果的做法受到诟病，证券市场投资者对国有企业大盘蓝筹股十分关注。广大民众积极参与国有企业股份制改造，通过资本市场与国有企业一同分享中国经济发展成果的热情很高。而毋庸置疑的是，对于非上市企业，个人较民营企业更不适宜直接投资于国有企业，但通过参与私募股权基金间接投资于国有企业是一个好的选择。私募股权基金与外资产业资本、国内民营资本和个人相比，更适合中国国有企业改革发展的需要，也将发挥更为重要的作用。

五、结论

从国有企业的功能定位，以及世界各国国有企业改革发展的具体实践看，走向市场化，或对承担公共职能的国有企业加重市场化色彩，是一个普遍趋势，这使得作为市场化金融工具的私募股权基金具备了发挥效用的基础和前提。中国的国有企业改革至今已三十余年，取得了惊人的发展，但也存在不少问题，在优化布局与结构、加速产业整合、股权多元化改革、提升公司治理水平、技术创新以及国际化经营等领域仍有诸多的瓶颈和障碍需要突破，优化国有经济布局结构缺乏市场化的有效工具、股权多元化改革难以找到合格的机构投资者、技术创新内在动力不足、海外并购渠道狭窄和经验欠缺，是当前中国国有企业改革发展的主要制约因素。

私募股权基金与国有企业改革发展具有强烈的耦合关系。中国国有企业改革发展产生了巨大的金融需求，近十万家国有企业的公司制股份制改革、企业并购重组、资产注入与整体上市等方面金融服务的需求缺口巨大，不仅缺乏资金，更缺乏金融服务支持。这不仅为私募股权基金发展提供了广阔空间，也将促生出私募股权基金推进国有企业改革发展的强大内在动力。从功能特性和运行机理看，私募股权基金是资本投入与金融服务的有机结合，功能特性恰恰适合解决当前制约国有企业改革发展的主要问题，具有其他金融机构难以起到的独特作用，本土大型私募股权基金大多为国有机构所主导，在中国的政治、经济和文化环境下，比外资、民营资本和个人资本更适合参与国有企业改革，这些特点使得私募股权基金在促进国有企业改革发展方面具有比较优势。

中国国有企业改革发展迫切需要找到新的思路和工具，私募股权基金发展需要一个施展才能的广阔平台，二者具有强烈的耦合关系。

参考文献:

- [1]曾康霖主著,《金融经济学》,西南财经大学出版社,2002。
- [2]盛立军,《私募股权与资本市场》,上海交通大学出版社,2003。
- [3]【英】盖伊·弗雷泽·桑普森著,窦尔翔等译,《资产的博弈——私募股权投资管理指南》,中信出版社,2008。【美】布莱恩·伯勒、约翰·西利亚尔著,张昊等译,《门口的野蛮人——历史上最著名的公司争夺战》,机械工业出版社,2008。
- [5]郭恩才,《解密私募股权基金》,中国金融出版社,2008。
- [6]张新,《中国并购重组全析—理论实践和操作》,上海三联书店,2004。
- [7]郑伟鹤、陈耀华、盛立军,《私募股权基金与金融业资产管理》,机械工业出版社,2004。
- [8]徐春立,《企业资本结构战略规划》,中国时代经济出版社,2010。
- [9]Bygrave, William d., Jeffrey A. Timmons. Venture Capital at the Crossroads. Boston: HBS Press, 1992:234~267
- [10] Gompers, P.A., Lerner J. The Determinants of Corporate Venture Capital Success: Organization Structure, Incentives, and Complementarities. NBER working paper,1998(6):1145~1178
- [11]Jeng L.A., C. Wells. The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries. J. of Corporate Finance,2000(3):241~289
- [12] Peter Schofer, Roland Leitinger. Framework for Venture Capital in the Accession Countries to the European Union, Austria: the University of Applied Sciences "FH bfi Wien", 2002(10)
- [13] Ronald J. Gilson. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience. www.ssrn.com, 2000(12)
- [14] Ronald J. Gilson, David Schizer. Understanding Venture Capital Structure: A Tax Explanation for Convertible Preferred Stock. Columbia Law and Economics Working; Stanford Law and Economics Olin Working, 2002(2):199,230

The coupling research of Private equity funds and state-owned enterprise's reform and development

Lu Yongzhen

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: Private equity fund is the Organic combination of capital investment and financial services,.Not only for the state-owned enterprise provide sufficient capital support, but also for it gives the enormous help its reform and development.It also plays the unique function in the restricted to promote the reform of state-owned enterprises development .In this paper devotes to research coupling relations of private equity funds and state-owned enterprise reform and development.

Key Words: private equity fund; state-owned enterprise reform ; the government control; restricting factors

收稿日期: 2012—5—23

作者简介: 卢永真, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士生, 研究方向: 金融理论与实践