

# 五年后上海国资改革再出发 淡马锡模式可期

未来上海国资或聚焦于先进制造业、新兴战略产业及现代服务业,传统行业将加快调整和重组



证券时报记者 徐婧婧 张昊昱

随着《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》的出台,国企改革作为该文件第二板块第一部分——完善基本经济制度的重要内容,被视为未来改革的重点之一。

在国企改革的大潮中,上海国资系统历来是勇立浪头的弄潮儿。自十八届三中全会结束以来,各界对于上海国资改革正式文件落地的期待逐渐升温。此前,一份关于上海国资国企改革方案的纪要文件在市场广为流传,被业内视为上海国企改革最新版本出台的前奏。从证券时报记者目前已经获得的信息中,或许可以管窥未来上海国资改革的方向。

## 五年之后再出发

作为仅次于央企的第二大国资系统,上海国资的动向一直备受关注。随着时间的推移,距离上一次提纲领式的上海国资改革制度性方案出台,已时隔五年。2008年9月,《关于进一步推进上海国资国企改革发展的若干意见》发布,明确强调企业重组的开放性和市场化,要打造有竞争力的大企业集团,大力推动企业整体上市或核心业务资产上市,推动上海企业走向全国,让上海国资的新一轮发展注入了生机。

《若干意见》发布后,上海本地股迎来一波前所未有的并购重组浪潮,上汽集团、百联集团、建工集团、上海医药等大产业集团纷纷实现整体上市。目前,上海已完成国资企业初步整合、重组、整体上市,国资证券化率超

过 35%。

不过,随着上海国资证券化率比重迅速上升,场外的优质资产已大幅减少。随着《决定》的出台,国有资产管理体制的固有思路被打破,在关注资产证券化率等数量指标的同时,也将更加注重国有资产质量的提升。大企业、大集团整体上市的思路,或许不再是未来上海国资改革的主要形式。

## 以激励机制为突破口

《决定》无疑描绘了新一轮国企改革的路线方针。尽管新的上海国资改革正式方案还未出台,不过从目前已经得到的消息来看,新一轮上海国资国企改革的核心是下放权力、推行股权激励、修缮考核机制以及引入战略投资者,推动相关企业及产业更好发展。

事实上,上汽集团、上海建工、上港集团三家公司已通过养老金产品,变相推出了股权激励计划,代表着上海国资改革在激励机制方面的重大突破。资料显示,三家企业在长江养老保险设立长江中长期延付增值投资账户。针对公司管理层、关键骨干和对公司发展有重大贡献的员工,接受其委托,将缴费资金的 80%配置于权益类资产(公司自己股票),另 20%配置于固定收益类资产(公司相关债券及衍生产品等)。

另一家国企城投控股引入鼎晖投资,通过 PE 的进入,改善企业治理结构,优化以前一股独大的现象。

兴业证券的一份研究报告指出,上海国资改革将以市场化的激励机制

为突破口。特别是竞争类的、发展目标明确、具备再融资能力的国有控股上市公司,可能将会不断推出股权激励或激励基金计划。不仅激励机制是未来国有企业发展的强大保障,在配合负面清单管理的政府行政思路上,更需要容忍更多的企业自身创新,并能够豁免创新带来的风险及造成的潜在损失。这是国有企业从保守经营转向真正的创新发展非常重要的制度突破。

## 淡马锡成借鉴对象

《决定》指出,将完善国有资产管理体制,以管资本为主加强国有资产监管,改革国有资本授权经营体制,组建若干国有资本运营公司,支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司。这个表述意味着,国企监管重点由原来的“管资产”转向“管资本”,监管部门对企业活动的干预有望减少,真正实现政企分开、政资分开。

著名经济学家胡汝银在接受证券时报记者采访时表示,国资改革一定要从理顺政府和市场的关系、理顺政府作为股东的角色和企业的关系入手,用市场化、专业化的手段来解决问题。

朱来上海国资将更多地以出资人的身份出现,而非管理人。”湘财证券行业研究部经理威海鹏对证券时报记者表示,在越来越多的国资企业上市的背景下,权力下放是符合现代企业管理制度的改革之路。威海鹏认为,从淡马锡的经验中,或许能猜测上海国资委未来的改革方向。

资料显示,成立于 1974 年的淡马锡全部资产属于新加坡财政部,是完全的国有企业。虽然政府全资控股,但在实际

运行中,淡马锡却不干预控股公司在运营或商业上的种种决定;在公司治理层面,淡马锡控股公司也尽量避免参与旗下各公司的日常经营和决策,让这些企业充分依据正确的商业原则开展业务;另外,淡马锡控股公司的经理人选择,与政府完全脱钩,还拥有完善的经理人市场,所需要的投资与管理团队,可以在国际范围内搜寻。

威海鹏认为,淡马锡资本全部国有,但政府用市场化的办法管理企业,依托董事会选聘市场化人才,进行市场化决策,一切运作模式和私营企业一样,避免了国企的官本位制、效率低下等弊端。

实际上,关于淡马锡模式,上海国资一直在探索。2007 年上海国资委将两家国有资产平台整合成上海国盛集团,定位其为从事产业资本运作平台;并将持股上海大部分金融股权的上海国有资产经营有限公司与其他资产整合成上海国际集团,定位其为从事金融资本运作平台。2010 年,上海还成立了上海国有资本管理公司,更被坊间期待为“上海版淡马锡”,但后来乏善可陈。在胡汝银看来,上海国盛集团之所以没有达到预期效果,还是在于其运作缺乏市场化、专业化机制。

业内人士普遍认为,上海需要淡马锡式的企业,但上海国盛集团和上海国际集团显然无法满足目前的要求。以上海的经济总量和产业分布来看,仍然需要几个专业化、有确定投资方向的国有资本运作集团。

据了解,未来上海国资可能聚焦在与上海城市定位高度相关的先进制造业、新兴战略产业和现代服务业上,而对于那些传统的行业,将加快调整和重组。

权价很低的股票期权等,则很难培养出那种将企业视同自己生命的企业家。”不过胡汝银同时强调,对企业家要开正道、堵邪道,两手都要硬。激励要到位,对不当行为的惩处和监督也要到位。”

值得一提的是,《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确提出,建立职业经理人制度,更好发挥企业家作用,深化企业内部管理人员能上能下、员工能进能出、收入能增能减的制度改革。这无疑为未来国企的人事制度改革奠定了基调。

胡汝银表示,三中全会强调改善政府的治理机制,而国资改革正是政府治理机制改善的一部分,包括国资治理机制、国资国有股东的治理机制和国有控股上市公司治理机制,也包括国有控股企业管理层的治理机制。要在三中全会的框架下,基于全球国企管理的经验教训以及国内的国资管理已有的经验教训,来推进国资改革的 3.0 版本,实现国资管理的实质性突破。”

场主体。“一定要从理顺政府和市场的关系,理顺政府作为股东的角色和企业的关系。”

从当前情况看,建立激励约束相容的企业家培养制度很有必要。胡汝银表示,从国有企业创业者的角度来说,如果这个企业是其一手创立的,应该容许企业家和他的团队持有一定数量的股份。即便企业家将来退出企业,股份也在里面,这样可以形成一种企业家与企业的长期利益共同体。

## 应采取直接持股形式

至于工作报酬激励的方式,胡汝银认为也应主要采取直接持股的形式,工作报酬的主要部分采取股权激励的方式,让企业家拿出足够的真金白银以合理的价格持有企业的股份,将自己的“身家性命”放在企业里,这样可以让企业家的利益和企业的成长发展捆绑在一起,形成长期的“金手铐”。如果是廉价的激励方式,如行

## “葛文耀现象” 折射国资改革困境

证券时报记者 刘晓晖

11 月 15 日,《十八届三中全会关于全面深化改革若干重大问题的决定》正式发布,《决定》中提到,要“建立职业经理人制度,更好发挥企业家作用。建立长效激励约束机制,强化国有企业经营投资责任追究”。

就在当天,上海家化董事会选出了新的董事长,大股东平安方面推荐的董事谢文坚全票当选,这意味着上海家化的葛文耀时代正式结束。

## 定位模糊

上海家化是上海国资改革的一个重要案例,2011 年国资将股权卖出,从主管一切的第一大股东退到第二大股东,不再干涉企业经营,只享受股东的投资收益,而上海家化这两年的高增长高分红,也给上海国资带来了良好的收益。

然而,就葛文耀个人而言,上海家化改制收获的却是一枚苦果。葛文耀执掌上海家化 20 余年,几乎是凭一己之力将这家传统轻工国有企业打造成了一个总市值接近 280 亿元的家化行业龙头。从去年 12 月开始,葛文耀和大股东平安方面的矛盾加剧,今年 5 月,“共享费”事件爆发,让葛文耀和平安彻底破裂,葛文耀不得不在 4 个月后将选择辞职。

无论是国资时代还是国资退出的平安时代,葛文耀在上海家化的定位一直是模糊的。他是国资任命的企业负责人,又是 20 多年的创业者,不能简单地以“职业经理人”来定位。虽然通过股权激励拥有一部分股份,但他与民企上市公司的老板们又有着股权数量上的巨大差距,不是公司的实际控制人。充其量,他只是对一个企业发展作出过巨大贡献的公司领导人兼小股东。所以,无论是家化改制方案还是改制后的发展方向,他既不能左右国资,也不能左右新股东平安的意见。

葛文耀的黯然离场对上海国有上市公司的董事长们冲击是巨大的。有上市公司董事长对记者坦言:“我们都很同情老葛,当年大家都是轻工系统的,他为家化的发展作出了巨大

贡献,最后却以这样的方式离场。”他认为,在民企、国企、外企当中,国企领导人是最不好干的。民企领导人拥有股权,是公司的实际控制人;外企领导人是职业经理人,只需要对董事会负责;而国企领导人身份就复杂得多,既非股东又非单纯的职业经理人,首先有组织上的人事任命,组织上通常会任命至少两位同级别国企领导干部,董事长对同级别领导比如总经理并不拥有更高的话语权。就公司治理而言,国企董事会没有真正的决策权,监事会职能也没有很好发挥。

## 不少遗憾

对国有企业领导人来说,年龄上的压力也是不言而喻。60 岁退休是一道红线,不管个人身体健康如何,到点就退。记者前几年参加上海家化股东大会,已届 60 岁的葛文耀每次都会被股东问到什么时候退休的问题,而这种问题对民企老板而言,是完全不存在的。国企领导人不能弹性退休大概是葛文耀坚持对上海家化进行改制的原因之一,家化改制之后,他在董事长位置上干到了 66 岁。

上海众多国有上市公司的负责人或多或少都有这样的感慨,上海市政府太强势了。这种强势体现在方方面面,人事任命是其中一环。去年上海仪电集团对旗下几家上市公司的董事会秘书进行了轮岗,这一举措在资本市场引起了轩然大波。上海金陵董秘陈炳良多次“上书”有关部门,坚决反对被轮岗,最终被董事会免职。

而上海国资大刀阔斧式的改革方式,也给市场留下了不少遗憾,其频频“弄壳”的行为引发市场关注。有上市公司高管直呼,上海国资太浪费。在 IPO 停发的当下,壳资源价值水涨船高,现在市场上一个壳的价格已经高达 4 亿~6 亿元。而在上海百联集团及上海医药集团的国资改革中,上海国资先后放弃了 4 个壳,国有资产的潜在损失不容小觑。

如今,上海国资改革又启动了新一轮攻势,无论是改革思路还是改革力度,都是前所未有的。而此轮上海国资改革在大踏步前进的同时,也有必要梳理和反思一下过往走过的路,以避免曾经的遗憾重演。

## 上海报业重组 引文化类国资整合猜想

证券时报记者 张昊昱

上海两大报业集团的合并,开启了上海文化传媒类国资整合的大幕。在不少投资者的预期中,上海广电系统旗下两大传媒集团或是下一个整合目标。

刚刚通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》以较大篇幅明确了文化对国家重要的战略地位。实际上,文化传媒概念的火爆几乎贯穿了今年整个 A 股市场。无论是年初的影视股狂飙,还是年中的游戏股疯涨,或是《决定》推出后文化传媒板块的再度走强,这股投资热情的背后,显示出市场对文化产业的看好。

上海文化广播影视集团(以下简称文广集团)在上海滩素有“大文广”的称号,旗下成员包括上海广播电视台、上影集团、东方网、上海东方传媒集团有限公司、东方明珠等,产业覆盖电视、电影、旅游、演出等多个领域。上海东方传媒集团有限公司则是所谓的“小文广”,也是一家集广播、电视、网络等于一体的多媒体集团,旗下有第一财经、百事通、东方娱乐等公司。

作为分属上海滩两大传媒集团旗下
 的上市公司,东方明珠和百视通

的动向一直以来被市场当成解读上海国资整合文化资产的窗口。今年以来,东方明珠与百视通均有着手整理旗下资产的动作,并以不同的方式探索公司多元化经营。

百视通在今年下半年获得了视频公司风行网的绝对控股权,并于近期挂牌转让其持有的东方宽屏传播有限公司和欢腾宽屏信息技术有限公司 100%股权。东方明珠则于近日在上海联交所挂牌转让太原有线电视网络有限公司和上海明珠广播电视科技有
 限公司股权,并通过转让松江大学城项目获得了 18 亿元补偿款。同时,公司以 1.46 亿元投资游戏研发工作室。

分析人士预计,如果大、小文广启动资产整合,东方明珠与百视通将成为整合后的大集团多项优质资产的注入平台。目前,文广集团旗下拥有电视、广播、影视演艺、旅游观光等相关业务,一旦资产整合完成,或将分不同的业务类型分别注入两家上市公司。

广发证券分析师赵宇杰认为,兼并收购仍将是传媒行业实现跨越式发展的有效方式,具有积极转型、升级意识的国有传媒上市公司将受益于《决定》,作为国有传媒资产整合平台,同时更好引入社会资本和人员激励,释放企业市场活力并增强竞争力。