



从提出原则到走向实践 — 解读《中央企业混合所有制改革操作指引》

作者：杨莹 | 李时佳 | 王鑫 | 田乃冰

2019年10月31日，国务院国有资产监督管理委员会（“**国资委**”）在其官方网站公布了《关于印发〈中央企业混合所有制改革操作指引〉的通知》（国资产权〔2019〕653号，以下称“**操作指引**”）。操作指引在总结近期中央企业混合所有制改革（“**央企混改**”）经验的基础上，进一步明确了央企混改的基本操作流程，并对混改过程中重要的操作要点提出了明确的操作细则和要点。

操作指引的主要内容可以概括为三大部分，即混改基本流程、“混资本”操作要点以及“改机制”操作要点。本文将概括介绍操作指引的主要内容，并结合实践操作对操作指引主要内容进行简要分析和解读。

一、混改基本流程

操作指引在其第一部分内容明确了混改的基本流程，具体如下：

1. 可行性研究
2. 制定混改方案
3. 履行审批程序
4. 开展审计评估
5. 引入非公有资本投资者
6. 改革运营机制

值得注意的是，在可行性研究步骤之下，操作指引延续了中共中央、国务院于2015年8月24日发布的《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》（中发〔2015〕22号，以下称“22号文”）所提出的分类推进国企改革的原则，将央企区分为三类：“处于充分竞争行业和领域的商业类国有企业”、“处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域、主要承担重大专项任务的商业类国有企业”以及“以保障民生、服务社会、提供公共产品和服务为主要目标的公益类国有企业”。对于第一类央企，国资委将积极稳妥推进其混改，股权结构上可采取国有控股或国有参股的形式；对于第二类央企，其混改仍然处于探索阶段，因此国资委要求混改后仍然应保持国有控股地位；而对于第三类央企，仅支持有条件的央企进行混改。需要说明的是，对于能够进行混改的第三类央企的具体条件，自22号文以来，目前尚未有明确的相关规定和政策。实践中，该等央企的混改通常由国资委一事一议，进行个案审批。

此外，对于拟混改企业的审批层级，操作指引再次明确，对于“主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域、主要承担重大专项任务子企业的”，需要由国资委批准（部分项目可能需国资委报国务院批准）；拟混改企业属于其他功能定位子企业的，其混合所有制改革方案由中央企业批准¹。

二、“混资本”操作要点

混改中引入民营资本是重要步骤，操作指引对引入民营资本时的核心环节提出了相应的操作要点。

审计及评估的基本要求：根据《国务院办公厅转发国务院国有资产监督管理委员会关于规范国有企业改制工作意见的通知》（国办发〔2003〕96号）、《国务院办公厅转发国资委关于进一步规范国有企业改制工作实施意见的通知》（国办发〔2005〕60号）以及《企业国有资产评估管理暂行办法》（国资委令第12号）等规定，央企混改需要进行相应财务审计及资产评估。在选择审计评估机构、审计报告要求、选取评估基准日、确定评估范围、评估方法、进行评估备案等需要遵守上述规定中所确定的基本规则。

通过产权交易所实施混改：非上市企业在通过产权交易机构进行混改时，需要根据《企业国有资产交易监督管理办法》（国资委、财政部令第32号）以及具体产权交易机构的业务指引等规定，履行在产权交易机构进行公开挂牌、信息披露、遴选投资人等程序。本次操作指引明确了央企混改时能够选择的产权交易机构的范围，从事中央企业产权转让业务的机构有北京产权交易所、天津产权交易中心、上海联合产权交易所和重庆联合产权交易所；从事中央企业增资扩股业务的机构有北京产权交易所和上海联合产权交易所。此外，操作指引对于通过产权交易机构实施混改的项目提出了三个重点关注事项：（1）企业混合所有制改革后继续保持国有控股地位的，增资及转股同步进行时，增资及转股价格应当一致，且统一按照增资流程操作；（2）投资人尽调中涉及拟混改企业商业秘密的，需要与拟混改企业签订保密协议；（3）首次正式挂牌底价不得低于经备案的评估结果，信息披露期满未征集到受让方拟降价的，新的挂牌底价低于评估结果90%的，应经混改项目的批准单位同意，交易价格确定后，交易双方不得以期间损益等理由对交易价格进行调整。最终成交价格应经拟混改企业的董事会或股东会审议同意。

通过股票市场进行混改：国资委再次强调，通过股票市场发行证券、转让上市公司股份、国有股东与上市公司资产重组等方式实施混改，应按照《上市公司国有股权监督管理办法》（国资委、财政部、证监会令第36号）及证券监管的有关规定履行政序。应做好信息披露工作，切实防控内幕交易，其中涉及的投资人遴选、商业秘密保护等事项按照“通过产权市场实施混合所有制改革”中明确的原则操作。

三、“改机制”操作要点

混改中的另一重点是优化央企原有的公司治理机制、用人、用工、薪酬机制以及员工激励机制。我们理解其中尤为核心的内容是在公司治理机制以及员工激励机制。

（一）混改下的公司治理机制

根据操作指引，混改下的公司治理核心在于国有股东通过股东会表决、委派董事、监事等参与公司治理，确定非公有资本股东提名和委派董事、监事的规则，充分保障企业自主经营。根据法律法规和公司实际情况，与其他股东充分协商，合理制定章程条款，切实维护各方股东权利。

在企业管控方面，操作指引强调要“科学合理界定与混合所有制企业的权责边界”。按照市场化规则，通过股东（大）会表决、推荐董事和监事等方式行使股东权利，不干预企业日常经营，在确保国有

¹ 实践中部分央企经过国资委许可，存在将其内部审批权进行下放授权的情况。

股权董事行权履职体现出资人意志的同时保障企业自主经营权。

根据我们的经验，实践中，由于股东不同性质、持股比例不同、投资目的不同，其对于混改后公司章程以及其他文件（包括股东协议或合资合同）中公司治理条款的诉求也不同，上述操作指引中“股东充分协商”的机制确保了实践中章程以及其他文件能够体现不同股东的不同诉求。例如，非国资财务投资人会重点关注对于混改后企业的公司治理中与业务稳定、资金安全以及保护小股东权利相关的公司治理条款；非国资战略投资人会重点关注对于混改后企业的公司治理中与董事会构成、决策事项、管理层任免及激励以及对于保障其有效参与公司经营决策的机制条款；而国资控股型混改中，国资股东则通常会倾向于维持在股东会中能够对多数事项依据表决比例单独做出决定，并保持国资股东委派多数董事。

（二）进一步明确股权激励要求

自《关于印发〈关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见〉的通知》（国资发改革〔2016〕133号，以下称“133号文”）发布以来，很多混改项目根据国有企业稳定团队的需要以及投资人的要求，在进行混改的同时加入了对员工的股权激励。本次操作指引也根据实践的需要，进一步强调拟在混改同时进行员工股权激励的企业需要符合133号文规定的条件²，且员工持股总量原则上不高于公司总股本的30%，单一员工持股比例原则上不高于公司总股本的1%（与133号文保持一致）。

除上述操作指引明确提及的133号文内容以外，实践中，参与混改的投资人通常还会关注如下133号文规则所规定内容是否体现在混改企业员工激励方案中：

1. 员工出资来源及入股价格。根据133号文规定，员工入股价格不得低于经核准或备案的每股净资产评估值，且主要以货币出资，企业、国有股东不得向员工无偿赠与股份，不得向持股员工提供垫资、担保、借贷等财务资助。
2. 员工股权管理。投资人通常会要求企业在章程中明确员工入股之后的有关股权激励的具体管理机制（通常由董事会或董事会下属专门委员会来作为员工股权激励的管理主体），且投资人希望能够在该等管理主体中拥有席位、参与管理。
3. 员工股权转让限制。根据133号文的规定，实施员工持股，应设定不少于36个月的锁定期，锁定期满后，公司董事、高级管理人员每年可转让股份不得高于所持股份总数的25%。因辞职、调离、退休、死亡或被解雇等原因离开本公司的，应在12个月内将所持股份进行内部转让。实践中，投资人还可能对员工股权转让给非国有资本或企业竞争对手做出一定限制。

特别地，对于国有科技型企业股权和分红激励，操作指引则强调该等激励需要按照《关于印发〈国有科技型企业股权和分红激励暂行办法〉的通知》（财资〔2016〕4号）规定进行。

四、央企混改实践中需要关注的问题

结合操作指引规定的内容以及我们参与的混改项目，我们借此梳理、介绍央企混改实践中值得关注的一

² 根据133号文的规定，拟进行股权激励的国有试点企业需要符合以下条件，即：（一）主业处于充分竞争行业和领域的商业类企业；（二）股权结构合理，非公有资本股东所持股份应达到一定比例，公司董事会中有非公有资本股东推荐的董事；（三）公司治理结构健全，建立市场化的劳动人事分配制度和业绩考核评价体系，形成管理人员能上能下、员工能进能出、收入能增能减的市场化机制；（四）营业收入和利润90%以上来源于所在企业集团外部市场。

些问题。

（一）投资人参与央企混改的程序安排

根据 32 号令的规定，国有企业在通过增资或股权转让方式引入外部非国资投资人时，通常需要履行产权交易所挂牌征集投资人的程序，投资人需要在挂牌方公开具体条件之后方可与挂牌方就交易条件、具体协议进行沟通和谈判。由于挂牌后所设定交易条件难以修改，使得投资人在后续交易文件沟通中处于不利位置。此外，考虑到国有企业混改项目可能涉及的交易成本及社会影响，交易的确定性对于拟混改企业及投资人均较为重要，如在挂牌后拟混改企业与投资人未能就重要交易条件达成一致，可能存在混改无法如期完成或无法最终达成交易的风险。

目前操作指引中就投资人遴选环节尚未考虑上述实操需求，就混改项目中参与方的上述需求，针对混改项目中的操作流程我们建议国资主管部门未来可以考虑进一步明确和细化投资人参与混改项目的流程，比如拟混改企业在公开挂牌之前设置一定轮次的邀请投资和预沟通环节，对特定或不特定投资人发出邀请投资的通知，并在初步预沟通和筛选后再进一步设置反映拟混改企业自身情况及市场诉求的合理挂牌条件。

（二）国有资产监管政策与投资人权利

在混改实践中如何实现投资人的权利经常存在较大挑战和制度困境。投资人（包括国资投资人）希望通过反稀释、股权回购等机制保护其投资人权益、一定程度控制风险，但由于国有资产处置相关规则要求国有企业处置国有资产或受让非国有资产时需以评估值作为定价依据，及/或履行公开征集受让方程序，实践中很难实现参与混改的投资人的商业诉求。

为使混改项目更为市场化操作、吸引更多优质投资人参与混改项目，我们建议对于混改之后的部分国有企业（比如混改之后的“处于充分竞争行业和商业领域的商业类国有企业”），可以考虑在国有资产监督管理方面适当适用更为市场化的国资管理规则（例如在一定范围内对于允许国有企业/国有股东按照混改过程中与投资者签署的投资协议约定的价格和条件实施履行反稀释补偿、股权回购等义务所涉及的股权转让或受让）。

（三）央企混改完成后员工激励的落实

混改涉及的员工激励计划能否落实，对于企业混改成效以及投资人对于企业发展的预期均具有重要的意义。操作指引与 133 号文都为央企混改同时进行员工激励提供了制度层面的支撑。但是在实践中，由于员工入股时需要支付的对价金额较高，存在可能因为企业不能为员工参与激励计划提供任何资金支持等原因导致混改后员工激励无法落实的结果。而另一方面，由于 133 号文规定不得强制员工参加股权激励计划，因此在混改过程中，央企及国有股东通常难以向投资人做出股权激励计划将在混改项目完成后得到完全落实的承诺，投资人也无法根据投资协议要求央企及国有股东实施员工激励计划。

就上述问题，我们建议国资主管部门可以考虑适当放宽员工参加央企股权激励的价格限制或资金来源限制，以增加员工激励计划的激励效果，推动员工激励计划能够切实有效地落实。

五、小结

操作指引在总结现有的央企混改实践基础上将原有的混改制度和规则中的部分原则进一步细化，为央企混改提供了操作指南。同时，针对目前央企混改存在的一些问题，我们从实务角度出发也希望国资主管部门未来能够进一步规范 and 充实操作规则，增加和补充更加符合市场化操作和解决混改各方需求的规则和指引。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

杨莹

电话： +86-10-8525 5523

Email: ying.yang@hankunlaw.com

李时佳

电话： +86-10-8516 4236

Email: shijia.li@hankunlaw.com