Deloitte.

德勤



以“混股权”促“改机制”——混合所有制改革进入新阶段

德勤国企改革系列报告

因我不同
成就不凡
始于1845

目录

积极稳妥深化混合所有制改革的背景解读 1

混合所有制改革新阶段的特点和要求 2

混合所有制改革新阶段的案例 6

推进混合所有制改革的建议 9

作者/联系方式 10

一、积极稳妥深化混合所有制改革的背景解读

党的十八大以来，混合所有制改革积极稳妥推进，取得了一系列进展，表现在：第一，**混改领域和范围不断拓宽**。从积极推动充分竞争行业和领域的企业混合所有制改革，到有序探索电力、电信、军工、民航等重要领域的混合所有制改革，根据国务院国资委公布的数据，从2013年以来，中央企业引进了各类社会资本超过1.5万亿元，混改企业的户数已经超过了中央企业法人单位的70%以上，上市公司已经成为混改的主要载体。第二，混改着重点已经**从“混股权”走到了“改机制”**的新阶段。以混促改，混合所有制企业在推动形成中国特色现代企业制度、劳动人事分配制度改革、中长期激励机制的形成等方面取得了重要进展。第三，混改**提升了国有资本的影响力、带动力**。2020年1-8月，中央企业通过投资入股、并购重组、增资扩股等方式引进了超过1700亿元的社会资本，同比增长了28%。同时，中央企业还通过产业链、供应链的合作，与广大的民营企业、中小企业协调发展，投资入股超过6000家的非公企业，投资总额也超过了4000亿元[1]。

同时，我们也看到国际和国内新的形势对国企的发展提出了更高的要求。当今世界正经历百年未有之大变局，新一轮科技革命及产业变革迅猛发展，全球政治经济格局和各国于其中的地位都在不断发生变化，各类摩擦不断加剧；在新冠疫情的冲击下，世界经济下行压力持续加大，不确定不稳定因素增多。十九届五中全会明确提出，我国要构建以国内循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局。国有企业在此形势下，要在中国特色现代企业制度更加成熟和定型方面，在提高国有企业活力和效率上方面，在畅通循环、稳定增长、引导和协同创新、攻克“卡脖子”技术方面发挥更大作用，切实增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力、抗风险能力。而国有企业进行混合所有制改革进程中，完善法人治理结构、健全市场化经营机制、提高活力和效率，正是在完成上述任务，所以混改是国企发挥上述作用的重要抓手。而且通过国有企业、民营企业及其他所有制企业的优势互补和相互促进，不仅可以推动我国资源要素的流动，加强产业链供应链上下游协同，实现整体产业能级的提升，畅通国内大循环；在当前保护主义和民粹主义抬头的背景下，加大混改力度也将进一步凸显“竞争中性”原则，消除国际社会对中国国有企业开展垄断经营、依赖国家补贴等的误解，使国有企业在参与全球竞争时能够获得更为公允的看待，推动国际大循环的重塑。

《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》是今后三年国企改革的具体施工图，其中有关混合所有制改革的表述是“积极稳妥地深化混合所有制改革”。经过前几年的试点，混合所有制改革的配套政策已经逐步完善，以避免国有资产流失为底线，以激发活力、提高效率为具体路径，按照“宜独则独、宜控则控、宜参则参”的原则推进混改。《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》中对今后三年推进混合所有制改革，进一步明确了谁引进战略投资者、引进什么样的战略投资者、引进多少持股比例等问题，还提出了引入积极股东、以“混股权”推动“改机制”的新要求。

1. 国资小新2020年10月12日报道

二、混合所有制改革新阶段的特点和要求

1、分层分类，有重点地深化推进

《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》中再次重申了**“分层分类深化混合所有制改革”**的要求，并要求企业集团对所出资企业进行研究评估，成熟一个推进一个。对于处于不同层级、不同分类的国企，推进混改的步调不尽相同(图表一)。

图表一：分级分类深化混改

分层分类	混改定调
两类公司出资企业	重点推进
商业一类子企业	积极推进，可控可参
央企集团	国有独资或全资，可引入其他国有资本
地方国企集团	结合实际推进混改
商业二类子企业	稳妥推进，保持国有控股，非公参股
公益类	规范有序推进投资主体多元化

《国企改革三年行动方案》方案中对于中央企业层面，明确重点推进混改的是国有资本投资公司、运营公司出资企业和商业一类子企业；商业二类央企的子企业，要保持国有资本控股地位，稳妥推进混改。而央企集团层面保持国有独资或全资，具备条件的可以引入其他国有资本实现股权多元化。

对于地方国有企业，《国企改革三年行动方案》鼓励集团公司层面结合实际探索推进混改。许多地方国资委将深化混改作为未来三年国企改革的重点工作。

- 深圳市正在以“不再试点、不限层级、应改尽改、能混尽混”为原则，全面推进混改，实现市属国企全部股权多元化。

- 山东省提出“三优三不”原则，鼓励充分竞争领域省属企业，以“优质资产、优质企业、优质资源”实施混改，对非公资本“不设准入门槛、不设比例限制、不设行业限制”。
- 上海市则正聚焦于实施“二次混改”，希望通过引入战略投资者作为积极股东参与公司治理，真正发挥混改作用。
- 北京市“把上市作为混改的主要形式，大力推动高新技术、生态环保、战略性产业等领域企业上市，到2022年，力争每家竞争类企业至少控股1家上市公司，竞争类企业资本证券化率提升到60%以上”。

对于计划进行混合所有制改革的企业来说，首先要清楚自身企业的级别和分类，明确应该以哪种步调推进混改。地方国企要理解地方国资委对混改的定调，处于重点推进混改的层级、行业、领域的国企要结合自身情况，思考启动混改的方案。

2、一企一策，合理设计“引进谁、引多少”

混改中战略投资者的选择和股权结构的变化，不仅影响到混改工作的实施，也影响到混改后企业的长期治理和稳定发展。基于前几年的经验，混改企业要根据功能定位，引入**高匹配度、高认同感、高协同性的战略投资者**，调整优化企业股权结构。其中对于**商业一类央企的子企业**，国有资本可以控股也可以退到参股地位，支持**引入非公资本的持股比例超过三分之一**。我们理解，对于商业一类企业，混改目的是增强企业活力和放大国有资本功能，可考虑充分向战略投资者释放股权，让战略投资者在董事会中能够占有一定比例的席位，让战略投资者积极参与公司治理，充分发挥股东的作用。

关于混改比较新的提法之一是：**支持和引导国有控股上市公司引入持股5%及以上的战略投资者作为积极股东**参与公司治理。也就是说企业上市以后，股权层面混合了，但并不是混改的结束，可以继续引入积极股东参与公司治理，要“混股权”更要“改机制”。另一个新提法是：**设立混改基金，拓宽社会资本参与混改的渠道**。2020年12月29日，由中国诚通控股集团有限公司作为主要发起人的**中国国有企业混合所有制改革基金**有限公司成立大会暨揭牌仪式在上海举行，基金总规模2000亿元，首期募集资金707亿元，基金主要投向国企混合所有制改革及反向混改项目。

对于商业二类及公益类的企业，特别是处于国有资本集中的重要行业和关键领域的企业，在做混改股权结构设计时，考虑发挥战略投资者作用的同时，应仔细考虑如何保持国有资本控制力和影响力；为了保障混改后国有股东的利益，可以考虑优先股、黄金股、特殊管理股等享有特殊权力的股权设计。



3、引入积极股东，深度转换机制

在混改的现阶段，引入战略投资者的着眼点之一是战略投资者能作为积极股东，促进混改企业深度转换机制，更加焕发生机和活力。国有股东需与其他股东充分协商，落实混改企业的**董事会依法依规行使权利**，建立灵活高效的**市场化经营机制**。国务院国资委曾在新闻发布会上表示“希望混改的企业在劳动、人事、分配机制方面率先突破，真正形成富有活力的市场化经营机制”。混改企业要率先建立和完善经理层成员任期制和契约化管理、职业经理人制度等市场化经营机制，综合运用员工持股、跟投、超额利润分享等长期激励约束手段，通过更加市场化的机制，提高国企活力和效率、提升自主创新能力。

国务院国资委还明确了“支持和鼓励国有企业集团对**相对控股的混合所有制企业实施更加市场化的差异化管控**”，也就是以管资本为主，以公司章程为依托对混改企业授权放权，落实混改企业董事会职权，重点抓好事中和事后监管。国有股东通过股东会行使股东职权，并通过向董事会派出股权董事表达股东意愿，不干预企业日常经营活动。国企集团对国有股权比例低于50%且其他股东能够有效参与公司治理的国有相对控股混改企业，依法依规实施有别于国有独资企业的管控，能进一步完善定型中国特色的公司治理，充分发挥战略投资者的作用和利用其资源，以更市场化的机制强化激励、提高效率。同时，通过混改，国企在产业链、供应链、创新链上，与民营企业、中小企业和其他所有制企业不断深化合作，形成相互融合、共同发展的局面。



4、混改全流程已有详细的操作指引，务必依法合规

经过几年的探索和实践，2019年11月，国务院国资委印发《中央企业混合所有制改革操作指引》（653号文），对混改的操作流程、推进方式、转变机制的重点等做出了详细的规定。

在混改过程中可能涉及的经理层成员任期制和契约化管理、职业经理人、股权激励、超额利润分享等市场化的改革举措，国务院国资委2019年以来陆续印发了《中央企业控股上市公司实施股权激励工作指引》、《“双百企业”推行经理层成员任期制和契约化管理操作指引》、《“双百企业”推行职业经理人制度操作指引》、《“双百企业”和“科改示范企业”超额利润分享机制操作指引》等文件，为国有企业深化改革提供了政策支持和操作规范，进一步促进改革实施落地。

混改进行到现阶段，相关的文件有近50个，已经形成了从改革方向到操作流程的完整的政策体系。混改企业一定要按流程操作，全过程务必依法合规。以混改企业员工持股持股为例，为强化和规范激励机制，政策是“稳慎开展”，支持符合条件的企业骨干员工与非国有股东同股同价，严格审核程序，规范操作流程，严格资产评估，明确定价、流转和退出机制、公开透明，防止利益输送。

图表二：《中央企业混合所有制改革操作指引》要点

操作流程

可行性研究

- 对实施混改的社会稳定风险作出评估
- 一企一策

制定混改方案

- 改革的必要性和可行性分析
- 改革后股权结构设置
- 转变运营机制的举措
- 引进非公资本的条件、方式、定价办法
- 员工激励计划
- 风险评估与防范措施
- 违反规定的追责措施
- 组织保障和进度安排等

履行决策审批程序

- 内部程序：三重一大
- 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：集团审核后报国资委批准
- 其他功能定位子公司：集团审批

开展审计评估

- 选聘具备相应资质的中介机构开展财务审计、资产评估工作，履行备案

引进非公资本投资者

- 产权市场：增资扩股和转让部分国有股权
- 股票市场：IPO、上市公司股份转让、发行证券、资产重组

推进运营机制改革

- 健全法人治理结构、优化管控方式、深化三项制度改革
- 用足用好用活各种正向激励工具
- 国有出资方强化以出资额和出资比例为限、以派出股权董事为依托的管控方式，明确监管边界，股东不干预企业日常经营

市场化推进

坚持通过市场化方式推进混合所有制改革

- 中央企业“混资本”环节要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，通过产权市场、股票市场等平台公开、公平、公正进行。
- “混资本”过程中资产审计评估、进场交易、上市公司资本运作要严格履行相关工作程序，切实防止国有资产流失

转变机制

- 公司治理和管控方式
- 三项制度改革
  - 市场化选人用人机制
  - 市场化用工制度
  - 市场化薪酬分配
- 激励约束机制
  - 混合所有制企业员工持股 (133号文)
  - 央企业控股上市公司股权激励
  - 国有科技型企业股权和分红激励 (4号文)

5、混改是双向的“反向混改”新方向

截止目前比较多见的混改模式是国有企业引入非公资本，但混和所有制改革可以是双向的，“反向混改”即国有资本投向民营企业，取得民营企业的股权也是最近出现的混改新方向。2020年仅上市公司层面，国有资本就入股40多家民营企业，市值总额达2000多亿。

国有资本入股民企，一种情况是在新冠疫情对生产经营产生不利影响，民企遭遇困难之时，国有资本入股为民企“纾困”，在特殊关键时期发挥国资国企在畅通循环、稳定增长方面引领带动作用。另一种情况是在国家战略鼓励发展且符合国企自身产业结构调整方向的领域，通过混资本、改机制，把国企的实力、民企的活力结合起来，形成新企业的竞争力，国企民企相互促进、共同发展，同时放大国有资本功能。国投高新在2018年底取得了上市公司神州高铁20%的股份，成为了相对控股股东，用30多亿元的国有资本撬动了超过120亿元的社会资金，即是一例。

国有企业或国资背景的基金投资民营企业，首先双方要经过双向选择和深入沟通，除了双方产业契合、文化相通、愿景一致之外，形成一套国民共进、有效制衡的治理结构对混改成功来说至关重要。尤其是国企控股上市民企，必须要尊重企业既有的市场化管理规则和上市公司管理办法，通过派出的股权董事、监事等参与混改企业的重大事项决策，依托法人治理结构实现国有资本监管目的，同时保持企业的市场活力和经营动力。混改后企业能否高效经营、高质成长，是检验混改是否成功的核心指标之一。

三、混合所有制改革新阶段的案例

在分析了混改新阶段的特点和要求之后，我们通过几个混改新阶段的具体案例，来看看实际操作改革项目过程中会遇到哪些挑战，及如何克服挑战，让改革顺利落地实施的实操经验。

【案例一】
协助某央企二级子公司完成混改顶层设计

背景：

拟混改的企业是一家国有独资的设计院，市场化管理机制缺失，内生动力不足，技术中层流失严重；急需通过混改等市场化的改革，激发员工的动力和企业活力，提升自主创新能力。

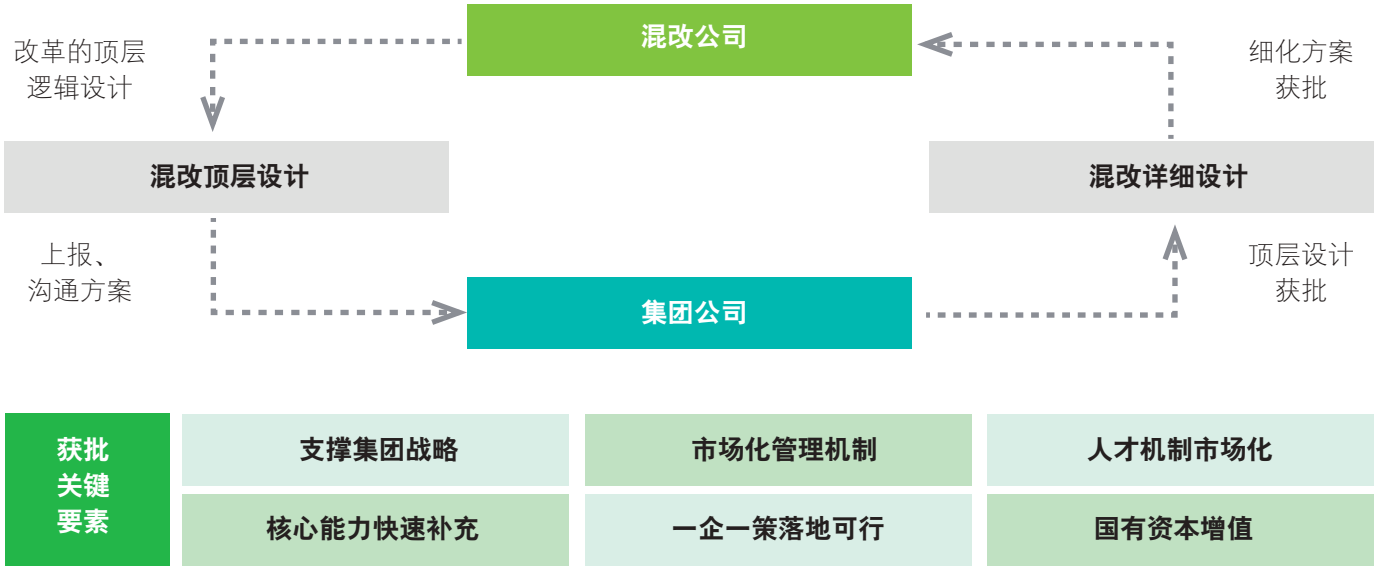
挑战：

- 作为科研院所，通过什么样的激励约束机制，保留、吸引和激励核心岗位的人才，协助集团完成国家战略使命，攻克“卡脖子”技术。
- 怎样理清未来发展方向，增强对战略投资者、员工持股的吸引力，增强对集团战略落实的支撑能力。
- 企业目前收入大部分来自集团内部，外部市场竞争的核心能力有待提高。
- 引进什么样的战略投资者能带来资源协同，通过市场化机制提升竞争能力。

解决方案：

- 严格按照653号文的流程要求，在开展混改的可行性研究，并制定了初步方案，便开始与集团积极沟通，听取集团对子公司混改的要求和期待，在混改顶层设计得到集团认可后再设计细化的方案。
- 明确未来发展目标，从外部市场拓展、核心能力建设、协同攻克“卡脖子”技术等角度明确对战略投资者的核心诉求和筛选标准，和潜在投资者开展匿名沟通。
- 设计职业经理人体系，综合考虑超额利润分享、跟投、员工持股等长期激励约束工具，与员工、职代会展开培训宣讲，沟通方案。

图表三：混改顶层设计示意图



参考重点：

在混改新阶段，政策及配套实施细则已经完善的情况下，要**严格按照混改全流程的操作指引**来进行，务必全程依法合规。

对混改企业来说，在实际操作过程中要想顺利实施落地要**特别注意沟通——和集团的沟通、和投资人的沟通、和员工的沟通**，达成共识后才能有一致的行动。尤其是在和集团沟通的时候，混改企业**不能只站在自身角度思考**，还要考虑到如何支撑集团整体实现战略目标；混改方案要既包括企业自身的机制转换、员工激励等，又照顾到集团的关切，比如国有资本如何保值增值，防止国有资产流失等。

【案例二】
协助某“双百行动”“混改”双试点央企子公司混改方案的设计和实施落地

背景：

某航空货运物流有限公司此前为某航集团全资子公司，主要经营集团货运业务，2018年被列入国务院国资委“**双百行动**”综合改革企业名单，2019年被列为国家发改委第四批“**重点领域混合所有制改革**”试点企业。需要建立市场化的经营机制，和长期激励约束机制，引入战略投资者，向具有国际竞争力的现代物流综合服务商转型。

挑战：

- 如何合理设计股权比例，在引入战略投资者的同时，建立有效制衡的法人治理结构，并完善市场化经营机制，增强国际竞争力。
- 在行业周期性明显且业务转型导致业绩存在不确定性的情况下，在“稳慎开展员工持股”的政策导向下，该企业是否对实施员工持股计划存在了疑问；作为重资产企业，在同股同价情况下，员工出资压力大也对长激励路径的选择具有一定挑战。
- 在员工持股方案设计层面，如何确保方案合法合规的同时实现激励与约束对等，且与未来上市规划相连接
- 在员工持股方案实施层面，如何做好沟通、匹配整体混改进程、完成落地。

解决方案：

- 作为商业二类央企的子公司，需要保持国有控股地位，某航保留55%的股份，引入了外部投资者占40.5%的股份，同时员工持股占4.5%。引入的外部投资者中，既有财务投资者，也有能实现协同的行业投资者。
- 在混改后的董事会中，某航占7席中的4席，其他三席由外部投资者代表出任，建立了制衡的法人治理结构。同时，开展三项制度改革，并引入职业经理人与经理层任期制与契约化管理机制，实现员工能进能出、干部能上能下、收入能增能减，建立了市场化经营机制。
- 在激励路径选择层面，通过政策分析、外部对标企业调研、外部意向投资者意见反馈及内部核心管理团队摸底调查，充分明确实施员工持股计划的重要意义与可行性、适用性。
- 在方案设计层面，严格遵照《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》（133号文），综合考虑持股范围、股权来源与入股价格、持股额度、资金来源、持股载体、股权流转机制、持股载体等要素，明确公司上市前与上市后各种情形下的股权流转机制、异动处理方式，确保方案的合规性与科学性。
- 在方案实施层面，协助向集团进行方案沟通汇报，提供管理制度文本与授予协议等文件，并与各中介机构如审计、律所、财务顾问、交易所、税务沟通合作，细化混改方案工作时间表，明确进场交易、持股平台注册、签订《增资协议》等关键时间步骤。

参考重点：

要**合理设计股权结构**，既保持国有资本的控制力和影响力，又充分发挥战略投资者积极股东的作用。对于商业二类央企的子企业，按政策要求保持国有控股地位，引入高认同感、高协同性、高匹配度的投资者，建立**有效制衡的治理结构**和市场化的经营机制。

激励路径选择、方案设计、和方案实施上，在**严格遵守政策的要求和流程**，保证**合规性**的同时，和**外部投资者**、**内部员工充分沟通**，理解他们的意愿，保证激励效果和激励方案的**科学性**、**可落地性**。

【案例三】
国企混改中服务投资者的案例

背景：

德勤受17家联合投资人（“联合投资人”）委任，就其拟在某工程机械集团有限公司（“某工集团”）的混合所有制改革过程的战略投资，提供财务尽职调查、财务预测评阅和估值咨询服务。本次混改共增资扩股募集资金210.56亿元，是某省产权交易所成立以来单笔金额最大的业务，也是国家“双百行动”试点企业中募集资金最多的案例。

挑战：

- 在项目时间异常紧张的情况下，如何聚焦，完成高质量的尽职调查。
- 新组建的混改主体，对下属各业务板块的财务管控尚处于完善过程中，导致收集到的财务信息数量和质量都相对有限。
- 联合投资人数量众多，要求纷繁且需要及时响应，管理客户预期挑战不小。

解决方案：

- 在项目前期与客户充分沟通，量身定制服务范围；且通过集团召开的项目启动会迅速锁定项目难点、提前准备预案；通过期中红旗报告和日常频繁沟通，确保工作成果符合客户预期；聚焦关键问题，抓大放小，灵活调整工作方案，在有限的时间呈递高价值工作成果。
- 与同行业上市公司的重要财务指标进行横向对比，尽可能挖掘集团财务关键指标有异于对标企业的深层原因，为客户的投资决策提供富有行业洞察力的专业见解。
- 迅速回应客户要求，且团队采取一致的判断原则，确保和客户保持清晰有效的沟通方式。

参考重点：

无论是非公经济的投资者参与国企混改，还是国企在反向混改中入股民企和其他所有制企业，作为投资者，都应该**对标世界一流企业的通行做法，在投资前完成有效的尽职调查**。财务尽职调查可以提前揭示交易风险点，协助投资方决策摘牌价格；可以协助投资方充分考虑投资协议里涉及卖方陈述与保证、担保、补偿及其它保护投资方的条款；帮助投资方识别需要管理的风险和可利用的机遇，有助于提前制定投后整合计划；还能评估投资交易对投资方的财务报表影响。

【案例四】
某直辖市地方国企反向混改的案例

背景：

某能源公司（“能源公司”）是全球领先的生态发展解决供应商，于香港联交所主板上市。某直辖市国企集团（“市属国企”）战略入股该公司后，明确了对其经营发展及管理模式的改革要求：**在保持原有市场化体制、发挥境外红筹公司资本运作优势特色的基础上，与国企集团管理体系有机结合**，创新解决体制机制问题。

挑战：

- 收购初期，能源公司在治理、授权、管理模式和核心人员选聘激励方面存在机制架构不健全、与国企体系不衔接的问题。例如董事会成员、专业委员会设置有待调整，党的领导在决策体系中需明确体现；公司管控授权需结合市场化管理需要，按国企集团体系梳理规范；组织架构、编制管理需进一步精简规范；对核心人员的选聘、薪酬、激励、考核机制需全面建设。

解决方案：

- **完善公司治理结构**：构建了科学合理董事会结构，完善专业委员会设置，实现董事会和经营层决策的有效分离；按规范“三会一层”权力职责的行使，发挥非执行董事代表股东意志的作用。加强党组织建设，完善纪检监察体系及党组织对企业三重一大事项的决策内容和流程。
- **优化公司组织架构**：对标同类企业，使公司总部更加关注经营督导和战略引领作用。精简部门设置，优化编制方案，对总部进行动态的编制管理。采用竞聘与选聘相结合的上岗方式完成总部岗位任职。
- **建设市场化人才管理机制**：对经营班子采取职业经理人制度的契约化方式聘任。薪酬上，经营层薪酬水平和业绩贡献效益与市场同业对标，设置超额利润分享机制以激励企业经营效益的提升。绩效管理上，对经营层实行年度考核和任期考核相结合的方式，引导其关注股东长期利益；激励上，优化上市公司已有的股权激励工具及激励机制，完善对核心人才长期持续激励的作用。

参考重点：

反向混改即国企入股民企，最关键的是保持企业原有的市场化机制体制的灵活高效，同时与国企的管理体制相结合。国企方要探索有别于国有独资企业的管控模式，在管资本的方式下，以包容的心态，尊重企业既有的管理规则和上市公司管理办法，同时将党建等管理要素与治理结构有机融合，完善激励约束机制。

【案例五】
国企混改中税务筹划和实施的案例

背景：

某特大型国有航空运输集团公司下属的货运航空公司进行混合所有制改革，计划将集团旗下的全部货运、物流等相关资产整合到货运航空公司名下，在此基础上，通过引入员工持股和战略投资者，最终实现航空货运公司的单独上市。在混改实施过程中需要从税务角度进行筹划，并协助对筹划方案进行落地实施。

挑战：

- **业务多元**：由于混改相关的货运和物流实体分布在航空公司、资本公司以及其他多个实体名下，混改相关实体30余家，需要要整合到统一的货运物流公司名下。
- **组织架构繁杂**：由于涉及实体多，涉及境内和境外，企业既包含国有企业，又包含中外合资企业；既包括境内企业，还包括境外企业；既涉及上市公司，又涉及非上市企业；既有公司制企业，又有集体企业；既有重资产企业，又有轻资产企业。
- **混改涉税事项多**：既涉及到股权和资产的重组，又涉及到业务模式的调整和税务优化。此外，混改中还需要考虑瑕疵资产的剥离，混改对历史税收优惠享受的影响，员工股权激励的税收筹划等。
- **时间紧急**：由于混改方案实现路径复杂，混改时间要求在年内完成，项目难度很高。

解决方案及效果：

- **大幅度降低了混改税务成本**：在混改税务处理中，结合国企具体情况，尤其考虑到在现有法规下通过制定合理的税务方案，实现了对税收优惠的合理利用，最终形成了混改重组税务方案。整个混改重组，由原来的超过5亿元的税务支出（所得税，增值税，印花税等）降低至最终不到1亿元，税务成本降低80%以上。
- **节省重组的时间**：就混改重组方案的落地实施，协助公司从合同安排、财务处理等方面进行优化。利用和税务机关沟通的广泛人脉渠道，协助客户和税务机关沟通，并就税收优惠的落地实施，业务模式优化的定性与税务机关达成一致，大大加速了混改重组落地进度。更关键的是，避免了对混改实体重新设定基准日，另行进行审计需要的额外时间和其他进度的耽搁，满足了企业对混改时间进度的要求。整个税务重组的时间（从规划到实施）一共不到9个月，比原定18个月的时间节约近一般。
- **显著提升了公司的价值**：通过业务流程的优化，降低了公司的实际税负，使公司估值有近30%的增加，并成功吸引了知名的战略投资者。在引战过程中，混改后的货运航估值超过150亿元，市净率1.72倍，高于同行中上市公司的平均市净率。未来在公司成功上市后，公司市值将会进一步加大，对该集团、对投资者都将带来极大的收益。
- **提高了对员工的激励效果**：在员工股权激励方面，我们就期权、股票增值权、员工持股等多种股权激励方式协助公司从税务角度进行了分析并最终协助公司选定了合适的股权激励方式，在满足公司治理要求的前提下，为员工未来股权退出节约税金提前进行了安排，提振了员工的工作积极性。

参考重点：

在大型的混合所有制改革中，税务重组方案设计是混改中税务筹划的核心部分，合理的方案设计将大大降低后期的落地实施的难度。而良好的税务沟通渠道和专业分析，则会大大降低税务沟通时间，增加税务机关对方案的认可度。

四、推进混合所有制改革的建议

1 对混改企业的建议

- 首先要明确按照自身企业的级别和分类，混改应该积极推进、稳妥推进还是规范有序股权多元化；国有资本要保持绝对控股、相对控股还是可以退到参股地位，据此来设计混改初步方案
- 对国有控股上市公司而言，上市以后股权“混合”了，并不意味着混改完成，政策支持引入持股5%及以上的战略投资者作为积极股东，参与公司治理。**混改进行到现阶段“改机制”是重点，需要看到改后的实质效果**
- 混改**全程务必依法合规**。混改已经有全流程操作指引，在混改过程中可能涉及的经理层成员任期制和契约化管理、职业经理人、股权激励、超额利润分享等市场化的改革举措，也都出台了操作指引
- 反向混改的时候，国资入股民企后应该建立**区别于国有独资企业的管控方式**，以管资本的方式管理混改企业，依托法人治理结构有效参与混改企业的重大事项决策，保持企业的市场活力和经营动力。**企业的高效和高质量增长是检验混改成功与否的核心标准之一**
- 无论国企引入非公经济的投资者，还是反向混改由国资入股民企，都需要选择高匹配度、高认同感、高协同性的投资者，实现1+1>2的效果；双向选择，深入沟通，建立有效制衡的治理结构，才能在混改后优势互补、国民共进、协同共赢
- 在做改革方案的时候，混改企业绝不能仅仅站在自身角度考虑，要在方案中明确回答混改将给企业带来哪些核心能力、资源补充或协同效果，能怎样支持集团落实的战略意图，国有资本如何保值增值、将建立哪些市场化的经营机制和长期激励约束机制等，并和**集团/国资监管机构保持密切沟通，达成阶段性共识**，确保初步方案得到认可后再做详细方案

2 对非公经济投资者的建议

- 投资者应制定明确**具体且可实操投资战略**。投资战略可以是借助机制体制的变革提高混改后公司的绩效；或打通上下游产业链、价值链，规模扩张，实现协同；或者补充研发、市场、渠道、人才等方面的资源
- 基于投资战略，制定此次投资的**目标并筛选标的**。目标应可达成且能如实反映对当前及未来商业环境的评估，包括混改后的**企业画像和经营预测**。而寻找标的也要结合总体投资战略和目标，明确界定评估标准，筛选高匹配度、高协同性的标的
- 提前准备**投后整合实施路径图**，确保交易完成后混改公司的经营目标、宗旨、经营方式及预期需保持一致
- **合理安排交易架构**，提前构想投资细节，避免交易失败。例如：交易对价：负债权益比率及其与对价支付的时间节点匹配（如预付对价款与盈利能力支付计划之间的平衡）和节税架构：具体的税率因素可能影响股权或资产交易方式的选择
- 混改引战过程中投资方应**做好尽职调查**， 关注点包括：初步尽调阶段，基于有限资料（信息备忘录、审计报告等）的初步财务信息，辨识是否存在交易失败因素；详细尽调阶段，基于详细财务及税务尽调决定最终估值乃至摘牌价格，重点关注交易边界及整体财务信息质量、盈利质量、资产负债情况、资金状况及税务情况等

国企改革正在继往开来，不断深化。作为其中重要组成部分的混合所有制改革，也已经走到了以“混股权”推动“改机制”的新阶段。在构建双循环新格局的过程中，通过混合所有制改革，探索国民共进、协同发展的新的机制体制，完善 中国特色现代企业制度，提高国有企业活力和效率，必将带动整个中国经济更高质量的发展，在国际舞台上施展更大的影响力。

五、作者/联系方式

执笔团队（按文中写作顺序）

作者	专业领域	联系方式
施能自	国资国企改革、公共治理	电话：+86 10 8512 5888 电子邮件：normansze@deloitte.com.cn
李鹏	国资国企改革与发展	电话：+86 10 85207844 电子邮件：pengli01@deloitte.com.cn
吴芙蓉	战略咨询、国资国企改革政策及行业研究、项目管理	电话：+86 10 8520 7056 电子邮件：flwu@deloitte.com.cn
彭锘媛	国资国企改革政策及行业研究、风险咨询	电话：+86 10 85124881 电子邮件：nopeng@deloitte.com.cn
曲磊	国企重组及引战、企业并购、融资等	电话：+861085342698 电子邮件：leiqu@deloitte.com.cn
崔月恒	市场化经营机制、激励约束机制改革	电话：+862028311694 电子邮件：vcui@deloitte.com.cn
王玮	混改尽职调查、企业并购、融资等	电话：+86 25 57916239 电子邮件：tonwang@deloitte.com.cn
花磊	组织架构优化、市场化经营机制、激励约束机制改革	电话：+86 10 85124907 电子邮件：leihua@deloitte.com.cn
朱桉	税务筹划与实施	电话：+86 10 85207508 电子邮件：andzhu@deloitte.com.cn
段从军	税务筹划与实施	电话：+86 10 85124011 电子邮件：alduan@deloitte.com.cn

对本白皮书及相关内容有任何质询，或有关业务机会洽谈，请联系：

施能自博士
德勤国资国企发展研究中心主管合伙人
德勤中国政府事务主管合伙人
电话：+86 10 8512 5888
电子邮件：normansze@deloitte.com.cn

李鹏
德勤国资国企发展研究中心
执行负责合伙人
电话：+86 10 85207844
电子邮件：pengli01@deloitte.com.cn

吴芙蓉
德勤国资国企发展研究中心秘书长
电话：+86 10 8520 7056
电子邮件：flwu@deloitte.com.cn

办事处地址

北京
北京市朝阳区针织路23号楼
国寿金融中心12层
邮政编码：100026
电话：+86 10 8520 7788
传真：+86 10 6508 8781

长沙
长沙市开福区芙蓉北路一段109号
华创国际广场3号栋20楼
邮政编码：410008
电话：+86 731 8522 8790
传真：+86 731 8522 8230

成都
成都市高新区交子大道365号
中海国际中心F座17层
邮政编码：610041
电话：+86 28 6789 8188
传真：+86 28 6317 3500

重庆
重庆市渝中区民族路188号
环球金融中心43层
邮政编码：400010
电话：+86 23 8823 1888
传真：+86 23 8857 0978

大连
大连市中山路147号
森茂大厦15楼
邮政编码：116011
电话：+86 411 8371 2888
传真：+86 411 8360 3297

广州
广州市珠江东路28号
越秀金融大厦26楼
邮政编码：510623
电话：+86 20 8396 9228
传真：+86 20 3888 0121

杭州
杭州市上城区飞云江路9号
赞成中心东楼1206室
邮政编码：310008
电话：+86 571 8972 7688
传真：+86 571 8779 7915

哈尔滨
哈尔滨市南岗区长江路368号
开发区管理大厦1618室
邮政编码：150090
电话：+86 451 8586 0060
传真：+86 451 8586 0056

合肥
合肥市政务文化新区潜山路190号
华邦ICC写字楼A座1201单元
邮政编码：230601
电话：+86 551 6585 5927
传真：+86 551 6585 5687

香港
香港金钟道88号
太古广场一座35楼
电话：+852 2852 1600
传真：+852 2541 1911

济南
济南市市中区二环南路6636号
中海广场28层2802-2804单元
邮政编码：250000
电话：+86 531 8973 5800
传真：+86 531 8973 5811

澳门
澳门殷皇子大马路43-53A号
澳门广场19楼H-L座
电话：+853 2871 2998
传真：+853 2871 3033

蒙古
15/F, ICC Tower, Jamiyan-Gun Street
1st Khoroo, Sukhbaatar District,
14240-0025 Ulaanbaatar, Mongolia
电话：+976 7010 0450
传真：+976 7013 0450

南京
南京市建邺区江东中路347号
国金中心办公楼一期40层
邮政编码：210019
电话：+86 25 5790 8880
传真：+86 25 8691 8776

宁波
宁波市海曙区和义路168号
万豪中心1702室
邮政编码: 315000
电话：+86 574 8768 3928
传真：+86 574 8707 4131

三亚
海南省三亚市吉阳区新风街279号
蓝海华庭（三亚华夏保险中心）16层
邮政编码：572099
电话：+86 898 8861 5558
传真：+86 898 8861 0723

上海
上海市延安东路222号
外滩中心30楼
邮政编码：200002
电话：+86 21 6141 8888
传真：+86 21 6335 0003

沈阳
沈阳市沈河区青年大街1-1号
沈阳市府恒隆广场办公楼1座
3605-3606单元
邮政编码：110063
电话：+86 24 6785 4068
传真：+86 24 6785 4067

深圳
深圳市深南东路5001号
华润大厦9楼
邮政编码：518010
电话：+86 755 8246 3255
传真：+86 755 8246 3186

苏州
苏州市工业园区苏绣路58号
苏州中心广场58幢A座24层
邮政编码：215021
电话: +86 512 6289 1238
传真: +86 512 6762 3338 / 3318

天津
天津市和平区南京路183号
天津世纪都会商厦45层
邮政编码：300051
电话：+86 22 2320 6688
传真：+86 22 8312 6099

武汉
武汉市江汉区建设大道568号
新世界国贸大厦49层01室
邮政编码：430000
电话：+86 27 8526 6618
传真：+86 27 8526 7032

厦门
厦门市思明区鹭江道8号
国际银行大厦26楼E单元
邮政编码：361001
电话：+86 592 2107 298
传真：+86 592 2107 259

西安
西安市高新区锦业路9号
绿地中心A座51层5104A室
邮政编码：710065
电话：+86 29 8114 0201
传真：+86 29 8114 0205

郑州
郑州市郑东新区金水东路51号
楷林中心8座5A10
邮政编码：450018
电话：+86 371 8897 3700
传真：+86 371 8897 3710



关于德勤

Deloitte（“德勤”）泛指一家或多家德勤有限公司，以及其全球成员所网络和它们的关联机构（统称为“德勤组织”）。德勤有限公司（又称“德勤全球”）及其每一家成员所和它们的关联机构均为具有独立法律地位的法律实体，相互之间不因第三方而承担任何责任或约束对方。德勤有限公司及其每一家成员所和它们的关联机构仅对自身行为及遗漏承担责任，而对相互的行为及遗漏不承担任何法律责任。德勤有限公司并不向客户提供服务。请参阅 www.deloitte.com/cn/about 了解更多信息。

德勤是全球领先的专业服务机构，为客户提供审计及鉴证、管理咨询、财务咨询、风险咨询、税务及相关服务。德勤透过遍及全球逾150个国家与地区的成员所网络及关联机构（统称为“德勤组织”）为财富全球500强企业中约80%的企业提供专业服务。敬请访问www.deloitte.com/cn/about，了解德勤全球约330,000名专业人员致力成就不凡的更多信息。

德勤亚太有限公司（即一家担保有限公司）是德勤有限公司的成员所。德勤亚太有限公司的每一家成员及其关联机构均为具有独立法律地位的法律实体，在亚太地区超过100座城市提供专业服务，包括奥克兰、曼谷、北京、河内、香港、雅加达、吉隆坡、马尼拉、墨尔本、大阪、首尔、上海、新加坡、悉尼、台北和东京。

德勤于1917年在上海设立办事处，德勤品牌由此进入中国。如今，德勤中国为中国本地和在华的跨国及高增长企业客户提供全面的审计及鉴证、管理咨询、财务咨询、风险咨询和税务服务。德勤中国持续致力为中国会计准则、税务制度及专业人才培养作出重要贡献。德勤中国是一家中国本土成立的专业服务机构，由德勤中国的合伙人所拥有。敬请访问 www2.deloitte.com/cn/zh/social-media，通过我们的社交媒体平台，了解德勤在中国市场成就不凡的更多信息。

本通讯中所含内容乃一般性信息，任何德勤有限公司、其全球成员所网络或它们的关联机构（统称为“德勤组织”）并不因此构成提供任何专业建议或服务。在作出任何可能影响您的财务或业务的决策或采取任何相关行动前，您应咨询合资格的专业顾问。

我们并未对本通讯所含信息的准确性或完整性作出任何（明示或暗示）陈述、保证或承诺。任何德勤有限公司、其成员所、关联机构、员工或代理方均不对任何方因使用本通讯而直接或间接导致的任何损失或损害承担责任。德勤有限公司及其每一家成员所和它们的关联机构均为具有独立法律地位的法律实体。

BJ-011SC-21

© 2021。欲了解更多信息，请联系德勤中国。

这是环保纸印刷品