第39卷 第3期 湖 南 大 学 学 报(社 会 科 学 版) Vol. 39,No. 3
2025年5月 Journal of Hunan University(Social Sciences) May. 2025

DOI:10.16339/j.cnki.hdxbskb.2025.03.004

结构调整背景下的国有资本运营与创新发展*

刘海波[1,2],郭挺[1],胡锴[3]
(1.中国科学院 科技战略咨询研究院,北京 100190;2.中国科学院大学 公共政策与管理学院,北京 100049;
3.上海应用技术大学 中欧知识产权学院,上海 200235)

[摘 要] 基于决策树分析方法,在深入研究案例的运营目的、运转方向、运作方式的基础上,总结归纳了国有资本运营的"4+1"模式,即战略、管理、剥离、治困和平台模式,并构建了国有资本运营的分布架构和流程架构。通过挖掘各案例所蕴含的创新要素和Kendall相关分析,确立运营模式与科技创新之间的联系,并建立了国有资本运营的创新架构。研究发现,国有企业推进结构调整、做强主业,有利于创新发展,而且从国有资本运营角度看,国家政策调整对科技创新的促进作用,比市场反馈作用更为明显。其中,战略模式与科技创新的关联性最强。

[关键词] 国有企业;资本运营;创新发展;结构调整;技术剩余

[中图分类号] F276.1 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1008-1763(2025)03-0023-11

State-owned Capital Operation and Innovation-driven Development under the Background of Structural Adjustment

LIU Haibo[1,2],GUO Ting[1],HU Kai[3]
(1. Institutes of Science and Development,Chinese Academy of Sciences,Beijing 100190,China;
2. School of Public Policy and Management,UCAS,Beijing 100049,China;
3. Sino-European School of Intellectual Property,Shanghai Institute of Technology,Shanghai 200235,China)

Abstract:By the decision tree analysis,on the basis of an in-depth study of the operation direction, purpose and manner of the cases,this paper summarizes the "4+1" modes of state-owned capital operation, that is, strategy, divestiture, alleviation, governance and platform mode, and constructs the distribution structure and process structure of state-owned capital operation. By excavating the innovative elements contained in each case and Kendall correlation analysis,the relationship between operation mode and scientific and technological innovation is established,and the innovative structure of state-owned capital operation is constructed. It is found that promoting structural adjustment and strengthening the main business of state-owned enterprises is conducive to innovation-driven development,and from the perspective of state-owned capital operation,the role of national policy adjustment in promoting scientific and technological innovation is more obvious than that of market feedback. Among them,the strategy mode has the strongest correlation with scientific and technological innovation.

Key words: state-owned enterprise; capital operation; innovation-driven development; structural adjustment; technical surplus

* **[收稿日期]** 2024-09-30
[基金项目] 国家社会科学基金重大项目:国家重大科技产业项目知识产权安全风险监测预警与防控体系(19ZDA102)
[作者简介] 刘海波(1964—),男,辽宁北票人,中国科学院科技战略咨询研究院研究员,博士生导师,博士,研究方向:知识产权管理、科技成果转化。

一 引言及文献综述

国有经济布局优化和结构调整,既是宏观层面国民经济更高质量发展的重要内容,也是中观层面行业升级创新突破的主攻任务,更是微观层面国有企业深化改革的关键目标[1]。国有资本布局结构优化,提高了资源配置效率,在全球经济及市场环境低迷的形势下,国有企业逆势取得了较好经营业绩[2]。经营业绩稳步增长,其创新引领作用也逐步凸显。国务院国资委数据显示,2024年,中央企业全年研发经费投入1.1万亿元,连续三年超过万亿元;战略性新兴产业完成投资2.7万亿元,同比增长21.8%,占投资总额的比重首次突破40%。国有资本往战略性新兴产业、科技创新领域集中的趋势明显。国有经济布局优化和结构调整要服务于经济高质量发展,服务于国家整体重大战略,服务于改革的系统性、整体性和协同性[3]。高质量发展、国家战略还有国企改革的背后,创新驱动发展都是绕不开的命题。

国有资本运营是将一般化的资本运营概念应用到国有资本,核心目的是国有资本保值增值,但会因外部性要求而考虑国家和社会需要。从全球看国有资本运营机构可以归为三类:一是综合类,以新加坡淡马锡控股有限公司为代表;二是基金类,如挪威政府全球养老基金;三是实业控股类,如法国电力公司[4]。国外不同的社会制度下,国有资本的功能处于辅助性位置,相关研究文献也较少,主要围绕国有资本运营的经济效应、影响因素等效率性问题展开。其中,针对私有化效应的研究比较集中,Omran[5]的研究表明,国有企业私有化后,利润率、运营效率、资本支出和股利都有显著提高,即使部分私有化也可以改善国企绩效[6]。但是私有化也不都是正向效应,Maury等[7]就认为非国有股东追求利益的最大化,使其专注于收益较大的短期投资项目,而放弃那些长期能增加企业价值但面临较高不确定性的创新研发项目。影响因素方面,研究者力图寻找改善国企运营的积极因素。在国家规划层面,Darma等[8]的研究表明,政府投资和政府参股方式的国家经济复苏计划,对国有企业运营有积极影响,但不明显。在经济体制层面,Soesetio等[9]分析了智力资本信息披露和资本结构对国有企业上市公司价值的影响,发现智力资本信息披露对公司价值有着显著的积极效应,而对资本结构的影响不显著。在企业经营层面,Kim等[10]则具体研究了员工持股计划对企业业绩的影响。

相较而言,国内对国有资本运营研究更为深入,与创新驱动发展战略的结合也更为紧密。从其内生发展来看,国有资本投资于创新活动有助于实现资本保值增值,而在响应国家战略的要求下,国有资本也需要服务于科技创新。国有资本运营活动边界包括配置、运用、监督、收益分配与考核等,针对国有资本运营与国有企业创新的关系,当前文献也主要从这几个角度展开研究。(1)配置角度,即将资本从低效领域向高效领域转移。本轮国有资本运营改革的关键举措,就是实施国有资本投资和运营公司(两类公司)试点。两类公司的组建,使企业将用于承担政策性负担的资源转向投入创新项目,保障了创新所需的资源[11]。同时,两类公司通过市场机会识别能力、社会网络关系能力和组织学习吸收能力等方面的动态提升,形成其技术创新驱动路径[12]。而针对国有资本的具体流向,江聃[13]分析后认为,央企并购重组或将持续升温,资本运作将加速战略性新兴产业发展。(2)运用角度,即利用资本运作工具和手段。其中一大利器就是推动混改、引进效率机制,赵放等[14]发现混改对创新效率提升具有促进作用,宋春霞等[15]进一步研究国企混改与企业创新绩效的关系,发现国有非制造企业股权与创新绩效呈U形关系。而资本市场是重要载体,是在提高创新能力和价值创造能力两方面为国企赋能的"大舞台"[16]。(3)监督角度,即监督治理结构的优化。杨兴全等[17]认为,两类公司的设立,本身就提高了对控股国有企业的监督治理水平,提高了控股国有企业创新投入产出效率。徐可强等[18]借鉴美国国企的治理经验,认为应采用更扁平化的监督机制。李竹波等[19]则提出,应设置更灵活的监管方式,从而更好发挥其创新激励效应。(4)分配与考核角度,即企业内部机制的建立和完善。胡静[20]从整体上提出通过组织领导机构、灵活运行机制、考核激励机制等手段,提升运营效能。针对激励机制,杨思莹等[21]提出要以人才为核心要素,深化体制机制改革。竺李乐等[22]认为,员工持股计划的激励有助于提高企业整体创新产出和利用式创新产出。激励提供创新的动力,而容错降低创新的风险,与激励机制配套,容错纠错机制可通过缓解高管短视倾向进而促进国有企业创新[23]。

总体而言,现有文献较偏向于研究国有资本运

营某个具体行为与创新的关系，而国有资本运营作为一个整体与创新关系的研究则较少。本研究融合了配置和运用两个维度，基于实践案例，以系统化的视角深入解析在结构调整、布局优化要求下国有资本运营与创新发展的关系，揭示伴随资本运营而发生的创新活动及其背后所蕴含的创新要素。

二　研究设计

本文从中央企业及地方国资企业的实践案例出发，研究国有资本运营与创新之间的关系。整体可分为运营模式研究和创新要素研究两部分，并通过相关性分析建立二者的联系。

(一)数据来源

在此研究中，年份和机构类型是影响运营行为的重要因素，是控制变量，在案例选择上进行了锁定。2015 年中共中央、国务院印发了《关于深化国有企业改革的指导意见》，这是新时期指导和推进国企改革的纲领性文件，明确提出了布局优化和结构调整的任务，因此案例的样本期始于 2015 年。国资金融企业的主业就是投融资服务，而国资参股企业受民营资本影响市场化程度较高，这些特点决定了其资本运营会呈现明显的差异性，因此，为使研究更加聚焦，案例的机构类型锁定为国资控股的非金融企业。`所选案例都是外部投资者在投资活动中所接触到的国有资本运营的项目，获取资料的方式包括作者亲身参与项目投资管理、决策过程的项目审查以及与运营主体的交流访谈。最终采集到的案例样本，包括 31 个中央企业项目和 14 个地方企业项目。

(二)技术路线

(1)案例编号。随机将案例按 1～45 顺序进行编号，编号将作为后续研究对应的案例坐标。

(2)摘取有用信息。根据研究方向，从各个案例的投研报告、访谈记录等资料中选取相关有用信息，包括运营客体相关信息(底层资产的状态)、主体相关信息(运转方向、运营的目的及方式等)以及所蕴含的与创新相关的内容等。

(3)赋予特征值。逐一阅读摘取的信息，在每个维度上寻找信息描述的共同指向，并确定共同指向上的标准取值。每个案例在各个维度上对应的标准值就是该案例的特征值之一。在此基础上生成关于市场认可度、主业关联度、运转方向、运营目的、运作方式、科创属性等 45 组特征值数据。

(4)决策树分析。决策树的主要目的是分类，可随机选取 1 组数据做测试，剩下 44 组数据做训练，其分类的准确性可以认为达到了 44/45。采用 CART 算法，并以 Gini 系数为衡量标准。在决策树分类的基础上，综合考虑各类的特征描述，归纳出国有资本运营的模式。

(5)相关性分析。将运营模式与科创属性进行相关性分析，利用 Kendall 相关系数进行判别，发掘运营模式与创新之间的联系。在此基础上，凝练国有资本运营中的创新要素，建立嵌入创新要素的国有资本运营架构。

三　运营模式研究

下文从案例样本提取研究相关信息，对非标准化的案例数据进行标准化的赋值，从而引入量化的方法，归纳总结国有资本运营的模式。

(一)案例样本赋值

1. 主业关联度

主业范围包括国资委对所属企业审定的主业内容、经过备案的新兴业务领域布局以及围绕主业开展的商业模式创新等。因此资本运营所涉及的底层资产与主业的关联程度，代表的是国资委对该资产的认可程度，是国有资本运营的制约因素之一，关联度高低决定能否获得资源倾斜或政策支持。从布局优化、结构调整的角度看，要聚焦主业，符合主业范畴的要做大做强(做加法)，非主业范畴的应尽快剥离(做减法)。因此，从这层意义上看，主业关联度也代表了数量的增减。根据与主业关联程度从低到高，分为疏远、较弱、较强、强烈四个层级，赋值的依据主要是国有企业集团内部对资产属性的认定。

2. 市场认可度

市场对资产的认可程度，代表市场对资产质量的判定，是制约国有资本运营的另一个因素，而质量好坏决定能否顺利开展市场化运营。市场认可度并不指向绝对价值，而是指向相对价值，即资产所蕴含的潜在价值，或是通过运营所能提升的价值空间。根据市场认可程度从低到高，分为较差、一般、较好、优质四个层级，赋值的依据主要是外部投资者综合分析所处行业、财务状况、未来增长、资产瑕疵等情

况后的判定。主业关联度及市场认可度，都是反映资产当前所处状态的特征描述，是对其“政府＋市场”“内部＋外部”“数量＋质量”的综合性评价，直接影响着后续运营所对应的策略。所采集的45个案例，根据其底层资产主业关联度和市场认可度的不同，形成的矩阵式分布如图1所示。

	疏远	较弱	较强	强烈
优质	2	3	4	6
较好	2	3	3	4
一般	1	4	4	3
较差	5	1	0	0

图1　运营案例分布

3.运转方向

运转方向表示资产在财务报表内外的运动，一是调出，即将原来在报表内的资产调出报表；二是调进，即将处于体系外的资产购入；三是留存，即现有的资产出于保值增值、服务主业、经营业绩等需求得以保留，同时也意味着后续要将其做好做强，因此留存仍有一个动态的预期。

4.运营目的

案例所提及的运营目的，可分为四种：一是财务性目的，包括追求收益、降低负债、提高流动性、提升估值等；二是战略性目的，着眼于公司长远发展而做的布局；三是管理性目的，为改变资产自身状态、发挥资产的效用，从资产管理的角度而实施的操作；四是行政性目的，出于政策调整的因素或行政性要求而采取的行动。

5.运作方式

运作方式即运营过程中所采用的金融、行政、法律等手段或工具，其特点多样化，一次运营可能采取了多种运作方式，而不同次的运营可能对应了同一种方式。对案例中所采取的运作方式进行归纳，一共涉及了22种方式，包括交易转让、资产重组、创业投资、技术升级、机制改革、混改上市等。综上，对45个样本的特征描述进行赋值，如表1所示。

(二)资本运转方向

出于主业关联度和市场认可度在国有资本运营中的基础性作用，以主业关联度和市场认可度为自变量，以运转方向为因变量，同时将文字化的特征值对应设置成数字化的枚举值，比如(调进，调出，留存)分别对应(2,1,0)，然后采用决策树对样本进行分析。

决策树进行分类的根节点是在主业关联度，通过主业关联度划分后，再通过市场认可度切分，即先判别主业关联度(强烈、较弱或疏远、较强)，再判别市场认可度(较好、一般、优质)，由于主业关联度较弱或疏远类别的样本在运转方面均是调出，决策树未再进行下分，因此最后呈现的是7个类别的结构，如表2所示。

表1　各维度上的特征值情况(仅列前20,后略)

编号	主业关联度	市场认可度	运转方向	运营目的	运作方式
1	较弱	较好	调出	行政性	调整平台
2	疏远	较差	调出	行政性	无偿划转
3	疏远	一般	调出	行政性	交易转让
4	较弱	较差	调出	行政性	清算关闭、资产重组
5	强烈	优质	留存	战略性	混改上市、机制改革
6	疏远	较差	调出	行政性	交易转让
7	强烈	优质	留存	战略性	增资扩股
8	较强	较好	留存	战略性	增资扩股、内部整合
9	疏远	优质	调出	行政性	交易转让
10	较弱	较好	调出	行政性	调整平台
11	疏远	优质	调出	财务性	交易转让
12	较强	较好	调进	战略性	产业投资
13	较弱	一般	调出	行政性	调整平台
14	强烈	优质	调出	财务性	交易转让
15	疏远	较好	调出	行政性	发行ABS、增资出表
16	较弱	优质	调出	行政性	独立运作
17	疏远	较差	调出	行政性	交易转让
18	疏远	较差	调出	行政性	破产重整
19	较强	一般	留存	管理性	资产改造
20	较弱	一般	调出	财务性	交易转让

表2　运转方向决策树分类结果

编号	主业关联度	市场认可度	运转方向	样本数量
1	较强	较好	留存1、调进2	3
2	较强	一般	留存	4
3	较强	优质	留存3、调进1	4
4	较弱或疏远	—	调出	21
5	强烈	较好	调进	4
6	强烈	一般	留存	3
7	强烈	优质	调出1、留存4、调进1	6

在此基础上，根据分类所呈现的特点，进一步合并剪枝。仍以主业关联度为根节点，在主业关联度为“较弱或疏远”处进行切分，其运转方向均为调出，具有明显的特点，涉及了21个样本。剩下的主业关联度为“强烈或较强”，其运转方向主要是留存或调进，涉及的24个样本中，只有一个例外(编号14)。对此类别进一步以市场认可度进行切分，发现市场认可度是“优质或较好”，运转方向才包括调进，而市场认可度是“一般”，运转方向均为留存。结果如图

2 的 3 个椭圆所划分。

(三)资本运营目的

类似地，以主业关联度和市场认可度为自变量，以运营目的为因变量，采用决策树对样本进行分析。

与运转方向的分析不同，此处决策树进行分类的根节点是在市场认可度，通过市场认可度划分后，再通过主业关联度切分，即先判别市场认可度（较差、一般、较好或优质），再判别主业关联度（较强、强烈、疏远或较弱），最后呈现表 3 的 12 个类别结构。

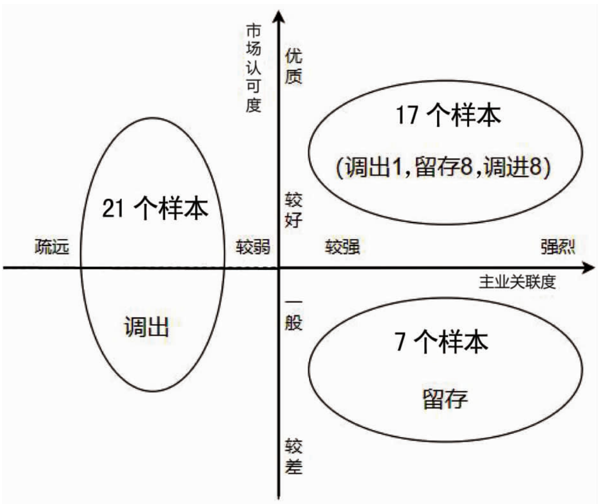

图 2　运转方向的二维分布

表 3　运营目的决策树分类结果

编号	市场认可度	主业关联度	运营目的	样本数量
1	较差	疏远或较弱	行政性	6
2	一般	较强	管理性 3、财务性 1	4
3	一般	强烈	管理性 2、财务性 1	3
4	一般	疏远	行政性	1
5	一般	较弱	行政性 2、财务性 2	4
6	较好或优质	较强	战略性	7
7	优质	强烈	战略性 4、财务性 2	6
8	较好	强烈	战略性	4
9	优质	疏远	行政性 1、财务性 1	2
10	优质	较弱	行政性 1、财务性 2	3
11	较好	疏远	行政性 1、财务性 1	2
12	较好	较弱	行政性 2、财务性 1	3

仍以决策树分析为基础进一步合并剪枝。先略过财务性目的干扰，以市场认可度为根节点进行划分，市场认可度为“优质或较好”，其运营目的是战略性或者行政性，涉及了 27 个样本；市场认可度为“较差或一般”，其运营目的是行政性或者管理性，涉及了 18 个样本。然后以主业关联度进行切分，当市场认可度为“优质或较好”时，如果主业关联度是“较强或者强烈”，对应运营目的为战略性，如果主业关联度是“疏远或者较弱”，对应运营目的为行政性；当市场认可度为“较差或一般”时，如果主业关联度是“较强或者强烈”，对应运营目的为管理性，如果主业关联度是“疏远或者较弱”，对应运营目的为行政性。再将财务性目的加入结构中，最后会呈现图 3 的 4 个类别。

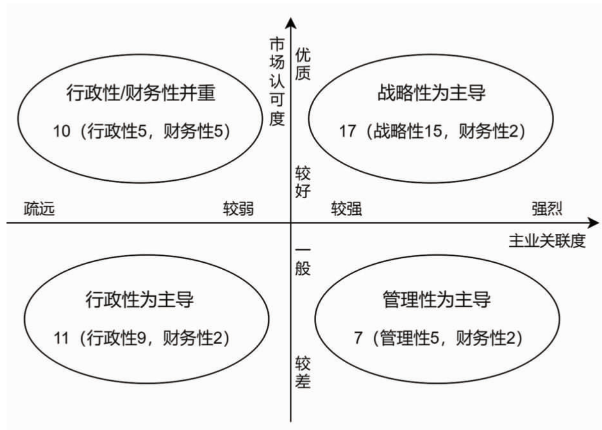

图 3　运营目的二维分布

(四)资本运营模式

关于运转方向与运营目的的分析，虽然划分的根节点以及最后的分类不尽相同，但两者呈现了很好的兼容性。下文综合以上的分析结果，并结合对运作方式的分类统计，以资产与主业的关联度为横轴，箭头方向代表关联度上升，以资产受市场的认可度为纵轴，箭头方向代表认可度上升，构建二维划分架构，对国有资本运营的模式进行归纳。横轴和纵轴所划分的 4 个象限，按照资产状态、运转方向、运营目的及所采用的运作方式的不同，逆时针相继形成战略模式、剥离模式、治困模式、管理模式。文中所提及的运作方式较多，对之做个大体的分类：一是接受资产现状并待价而沽，归为被动退出的方式；二是力图改变资产状况、提升资产价值，但目的仍是出让，归为主动退出的方式；三是在保留控制权下实现对资产升级改造，归为主动管理的方式；四是布局体系外的资产，多以股权投资形式实现，归为主动投资的方式。各种模式所对应的运作方式见表 4。

1. 战略模式

在第一象限内，资产主业关联度较高且市场认可度较好，运营目的以战略性为主导，运转方向主要为留存或者调进，运作方式为主动管理并主动投资。其主题为“布局”，综合应用资本运作手段，旨在提高国有经济竞争力，放大国有资本功能，围绕建设世界一流企业做战略性布局，其中混改是重要手段，也是本轮国企改革的重要内容。混改引入多种所有制的监督治理机制，有利于促进企业创新、提升创新质量[24]。战略模式的操作策略包括：一是主业相关的布局，提升企业竞争力，如对外投资主业相关企业、

进行产业链并购、体外孵化科技类项目、引战增资等；二是资本市场布局，提升上市公司质量，如改制上市、市场化债转股、并购上市公司、上市公司重组等；三是服务国家战略，培育战略性新兴业务，推进新兴技术与传统业务融合；四是配合主业发展，推进体制机制改革、业务整合，激发企业活力，如山东玻纤混改上市、中恒集团并购莱美药业、西部矿业开展市场化债转股、中航电子和中航机电合并重组、同仁堂医养对外投资等，就属于战略模式下的资本运营。

表 4 运作方式与运营模式的对应及分类

<table>
<tr><th>运营模式</th><th>运作方式</th><th>运营模式</th><th>方式类别</th></tr>
<tr><td rowspan="7">战略模式</td><td>创业投资</td><td rowspan="4">—</td><td rowspan="3">主动投资</td></tr>
<tr><td>产业投资</td></tr>
<tr><td>资产并购</td></tr>
<tr><td>混改上市</td><td rowspan="8">主动管理</td></tr>
<tr><td>增资扩股</td><td rowspan="7">管理模式</td></tr>
<tr><td>机制改革</td></tr>
<tr><td>内部整合</td></tr>
<tr><td rowspan="4">—</td><td>定向培育</td></tr>
<tr><td>技术升级</td></tr>
<tr><td>资产改造</td></tr>
<tr><td>委托管理</td></tr>
<tr><td rowspan="6">剥离模式</td><td>独立运作</td><td rowspan="4">—</td><td rowspan="6">主动退出</td></tr>
<tr><td>发行 ABS</td></tr>
<tr><td>资产置换</td></tr>
<tr><td>增资出表</td></tr>
<tr><td>资产重组</td><td rowspan="7">治困模式</td></tr>
<tr><td>调整平台</td></tr>
<tr><td rowspan="5">—</td><td>交易转让</td><td rowspan="5">被动退出</td></tr>
<tr><td>资产搭售</td></tr>
<tr><td>无偿划转</td></tr>
<tr><td>破产重整</td></tr>
<tr><td>清算关闭</td></tr>
</table>

2.剥离模式

在第二象限内，资产市场认可度较好，但主业关联度较低，运营目的是财务性与行政性并行，运转方向为调出，运作方式以主动退出为主。其主题为“出表”，剥离的结果表现为：股权关系上转为非控股，财务关系上转为非并表，并将控制权交由外部机构。资产剥离可以帮助企业剥离经营业绩差的产业，将资产剥离后回收的资金用于科研投入，并通过资产剥离的方式实现企业资源整合，长期来看会提高企业核心竞争力[25]45－46。剥离模式下，资产保值增值成为最重要的诉求。从保值角度说，资产尽力寻找合适的交易对手，以寻求较优的成交价。从增值角度说，它仍然可以保留部分的产权，以等待未来价值的提升。操作策略包括：一是遵守国有产权交易相关规定，通过产权交易所，公开进行转让或者通过增资稀释股权；二是设立调整基金接收资产，完成剥离任务，后续通过服务赋能，获取收益；三是通过资产重组、资产改造等方式，增值后再交易转让；四是对于优质资产，可谋求上市公司并购或依托有力运营主体，在体外扶持后独立上市，通过资本市场退出，如中航资产设立航空资产调整基金、四川越盛持有基金份额转让、中铁建投持有参股企业股权转让、中讯院拟剥离改制上市等，就属于剥离模式下的资本运营。

3.治困模式

在第三象限内，资产主业关联度较低且市场认可度较差，运营目的以行政性为主，运转方向为调出，运作方式以被动退出为主。其主题为“处置”，可借鉴金融资产管理公司的手段和工具，尽快处置退出，回收资金，从而轻装上阵，减少对主业经营的影响。此外，政策性负担对国有企业创新具有显著的抑制作用，且在地方国有企业中影响更明显[26]，因此通过合理安排非经营性资产，减轻政策性负担，也能刺激国有企业创新。操作策略包括：一是对无可挽回的资产，尽快破产清算收回残值；二是参考资产包的概念，企业可通过搭售优质项目，任务型与市场型结合，“肥瘦搭配”捆绑处置；三是借鉴市场上不良资产折价处置的方式，适当打折给受让方留下利润空间，以促成交易；四是无偿划转给政策性处置平台，由平台暂时持有，再陆续进行处置；五是在治困模式下，处置往往伴随着人员分流、土地性质模糊、债务纠纷等问题，应提前做好法律方面规划，如中化资产接收处置原中国化工相关不良资产、中航建安国有部分股权转让、北奔重汽抵账资产处置、中航惠德企业整体转让等，就属于治困模式下的资本运营。随着市场不断发展，资产的类型会变得越来越丰富，资产处置难度在逐渐增加，要善于利用各种技术手段，以提升资产的流动性和潜在价值[27]。因此，被动退出方式有逐步向主动退出方式发展的趋势。

4.管理模式

在第四象限内，资产主业关联度较高，但市场认可度较差，运营目的以管理性为主，运转方向为留存，运作方式以主动管理为主。其主题为“盘活”，通过资产重新配置、内部整合、注入资金、机制改革等方式，发挥资产的效能，不仅涉及资产自身盘活，也包括经营效率盘活。值得注意的是，质量不好的资产并不意味着没有价值，配备相应手段的盘活，也可能恢复到账面价值，甚至实现增值[28]。在该模式下，市场化运作的基础虽然薄弱，但可以通过政策性倾斜加以支持。操作策略包括：一是委托体系内的托管平台进行管理，依托专业化管理团队赋能提质；二是推进主业相关部门合并，在业务融合同时，实现资产整合；三是在体外进行定向培育，待资产质量好

转后，再定向回归，“兜底”“回购”等会在这一过程经常出现；四是综合利用证券化、债务重组、债转股等救助工具，以时间换取空间，同时承担一定的资金成本，如包钢股份市场化债转股、力生制药闲置股权资产的盘活、电科资产土地资产盘活、陕西某国企对资产的技术改造等，就属于管理模式下的资本运营。

5. 平台模式

部分案例以平台方式开展，针对底层资产的多样性，在某个主导模式下，兼容了以上几种模式的特点，因此称之为平台模式。如同欣科技打造专业化资本运作平台，对体系内资产增资扩股、混合改制、激发活力，同时又围绕相关产业投资孵化科创属性强的业务，并承担了少许非主业资产的接收，以战略模式为主导，兼具盘活和剥离职能；浙江某国企设立新能源产业链投资基金，开展对外投资进一步做强主业，同时又注资改善现有资产，在战略模式主导下，兼具盘活职能。

（五）资本运营架构

综合以上分析，本文围绕处僵治困、提质增效、主辅分离以及做强主业等任务，按照运营模式的不同，来构建国有资本运营分布架构，如图 4 所示。

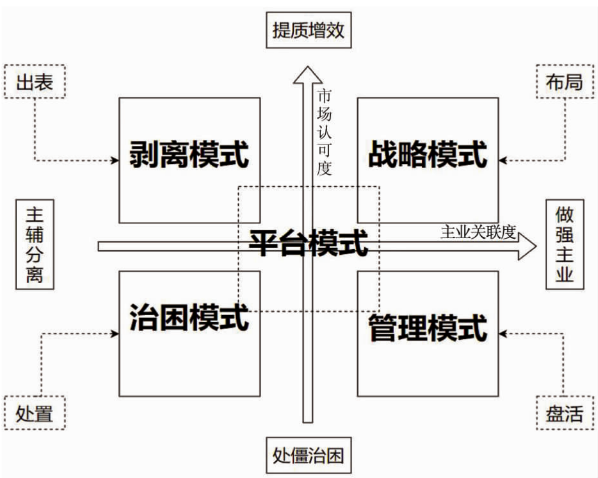

图 4　国有资本运营分布架构

分布架构是国有资本运营在主业调整和市场调整的双重约束下，企业出于特定任务选取不同资本运营模式，从而形成的二维分布图，其实质是国有资本运营的策略集，为特定项目实施提供相对模式化的借鉴。由分布架构图可见，平台模式是其他模式的综合和集成，从实际运营的案例来看，其更具有实践的意义，也就是说实际案例往往是多种模式的交织。但就理论研究而言，平台模式可以拆分成几个兼容的模式进行研究，且不影响研究结果，因而为使研究更加清晰、深刻和简洁，后续不再将平台模式作为独立模式进行讨论。

同时，从国有资本运营流程的角度看，嵌入运营模式研究成果，本文构建了国有资本运营流程架构图（图 5）。国有资本运营流程架构是对分布架构的延伸和深化，它从底层资产的基本分类开始，做出调进、调出或留存的基础判断，进而依托评估（评价）的结果，选取具体的操作策略，而这个过程也就形成了国有资本运营的各种模式。

分布架构和流程架构的提出，使得结构调整要求下的国有资本运营框架清晰化，解决了国有资本如何运营的问题。然而其与创新发展的关系、资本运营对企业创新的作用，还未得到体现。因此，我们还需要进一步深入挖掘资本运营活动中所蕴含的创新活动。

四　创新要素研究

推进国有经济布局优化和结构调整，就要求推动国有资本往科技创新、新兴产业聚集，因此我们在研究国有资本运营模式的基础上，还需要进一步研究其对创新的影响。

（一）资本运营中的科创属性

本文从与科技创新相关联的 27 个案例中，提取了与创新相关的内容。为使前后保持一致，仍沿用上文中案例的编号。从外部投资者的视角看，依据案例所牵涉的行业、技术先进性、推动创新的作用、创新过程的能动性等，对案例与科创关联的程度进行综合判定。科创属性强的资产在市场价值上直观反映就是“成长前景看好、市盈率高、可给予高估值”，因此估值比较也成了一个判别维度。据此，可根据运营案例所蕴含科技创新属性的程度，从低到高，赋予标准特征值“不含、微弱、普通、丰富”，相应的案例数分别为“18、10、10、7”。科创属性丰富的案例如表 5 所示。

（二）运营模式与科创属性的相关性分析

Kendall 相关系数是用于反映分类变量相关性的指标，可以度量变量的等级之间的一致性程度，其中 Kendall’s Tau-b 适用于两列变量尺度相等的情况，即正方形的表格。运管模式与科创属性均分为 4 个等级，因此采用 Kendall’s Tau-b 进行相关分析。

为使研究更加准确，将例外案例 14 剔除，剩余 44 个案例。对运营模式分别按照“治困、剥离、管理、战略”和“治困、管理、剥离、战略”，科创属性按照“不含、微弱、普通、丰富”，等级从低到高顺序分别赋予“1、2、3、4”，分别形成表 6 中的模式四值(1)、模式四值(2)和属性四值。

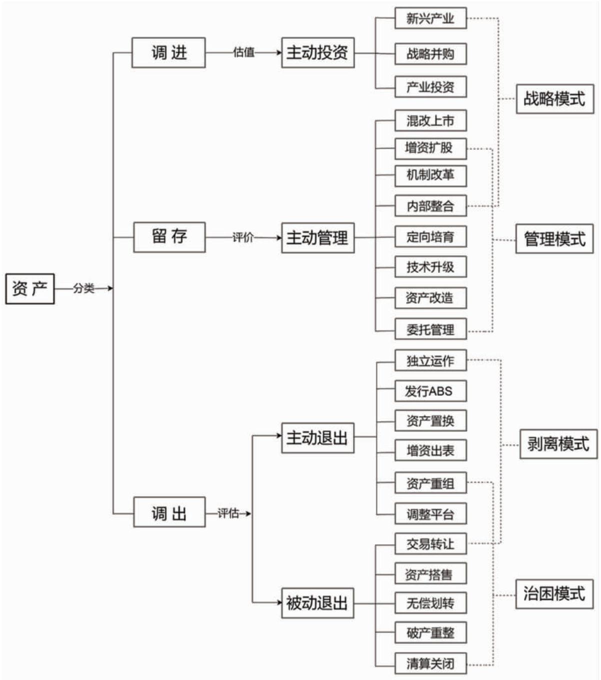

图 5 国有资本运营流程架构

进一步地,尝试合并运营模式和科创属性的特征等级,以深入研究两者之间关联程度。将治困模式和剥离模式合并(主业关联度都较低),将管理模式和战略模式合并(主业关联度都较高),对它们分别赋等级“1、2”,形成模式二值(1)列;类似地,将治困模式和管理模式合并(市场认可度都较低),将剥离模式和战略模式合并(市场认可度都较高),对它们分别赋等级“1、2”,形成模式二值(2)列。相应地,将科创属性“不含”和“微弱”进行合并(表示科创属性较低),将科创属性“普通”和“丰富”进行合并(表示科创属性较高),并对它们分别赋等级“1、2”,形成属性二值列。同时,按照(非战略模式、战略模式)赋等级(1、2),表示资产从一般到很好,形成战略模式列,按照(治困模式、非治困模式)赋等级(1、2),表示资产从很差到不错,形成治困模式列;按照(非丰富属性、丰富属性)赋等级(1、2),表示科技含量从一般到很高,形成丰富属性列,按照(不含属性、非不含属性)赋等级(1、2),表示从没有科技含量到有科技含量,形成不含属性列。

表 5 科创属性丰富的案例

编号	运营主体	创新相关内容	科创属性
5	南京国博	围绕半导体产业,支持在核心卡脖子技术上实现突破,引入社会资本做强主业,同时对核心技术人员和相关管理人员实施股权激励,最终实现科创板上市	丰富
7	航发动力	支持核心技术攻关,做强做大航空发动机产业,实现航空产业链关键环节自主可控	丰富
12	中船投资	围绕船舶装备制造产业链主动投资,支持高端制造业的发展	丰富
22	中航电子	技术类资产并购,国有相关资产的合并重组,提升运营效率	丰富
24	电科研投基金	投向中电科体系内的关键技术研发,促进科技成果转化	丰富
42	集智未来	投向人工智能类早期项目,促进科技成果转化	丰富
43	浙江某国企	投向新能源产业中技术类项目,同时强化自身在新能源产业的布局	丰富

表 6 运营模式及科创属性的赋值情况(仅列前 20,后略)

编号	运营模式	科创属性	模式四值(1)	模式四值(2)	属性四值
1	剥离	微弱	2	3	2
2	治困	不含	1	1	1
3	治困	不含	1	1	1
4	治困	不含	1	1	1
5	战略	丰富	4	4	4
6	治困	不含	1	1	1
7	战略	丰富	4	4	4
8	战略	普通	4	4	3
9	剥离	微弱	2	3	2
10	剥离	不含	2	3	1
11	剥离	不含	2	3	1
12	战略	丰富	4	4	4
13	治困	不含	1	1	1
15	剥离	不含	2	3	1
16	剥离	普通	2	3	3
17	治困	不含	1	1	1
18	治困	不含	1	1	1
19	管理	不含	3	2	1
20	治困	微弱	1	1	2

按照对应的关系,分别计算模式四值(1)、模式四值(2)与属性四值之间的 Kendall's Tau-b 相关系数以及 p 值(用以判别统计的显著性)。类似地,计算模式二值(1)、模式二值(2)与属性二值之间,战略模式列、治困模式列和丰富属性列、不含属性列两两之间的相关系数和 p 值,结果如表 7 所示。

一般而言,Kendall 相关系数的取值 τ 与相关程度的对应关系如表 8 所示。因此,根据 Kendall 系数的大小可得如下相关分析的结果:

(1)模式四值(1)、(2)与属性四值的 τ 在 0.4~0.6 之间,属于中等强度相关,且 p 值均小于 0.05,具有显著性。这表明随着运营模式从治困、剥离,再到管理、战略,或者从治困、管理,再到剥离、战略,科创属性从不含、微弱,再到普通、丰富,即运营模式与科技创新的关联程度逐步提升;前者 τ 值大于后者,是更强程度的相关,表明管理模式比剥离模式蕴含更高的科创属性。

表 7　运营模式与科创属性的 Kendall's Tau-b 相关系数及 p 值

	模式四值(1)	模式四值(2)	模式二值(1)	模式二值(2)	战略模式	治困模式
属性四值	0.539890970；0.000027501	0.519947768；0.000053832	—	—	—	—
属性二值	—	—	0.571310718；0.000179437	0.470356508；0.002040082	—	—
丰富属性	—	—	—	—	0.575396456；0.000161214	0.251123601；0.099614053
不含属性	—	—	—	—	0.405763028；0.007796309	0.296432431；0.051915057

表 8　相关程度的判别标准

Kendall 系数取值(τ)	相关程度
0.8～1.0	极强相关
0.6～0.8	强相关
0.4～0.6	中等强度相关
0.2～0.4	弱相关
0.0～0.2	极弱相关或不相关
负数	负相关

(2)模式二值(1)、(2)与属性二值的 τ 也在 0.4～0.6 之间，属于中等强度相关，且 p 值均小于 0.05，具有显著性。这表明随着资产主业关联度或市场认可度的上升，其所蕴含的科创属性也在上升。比较而言，主业关联度对科创属性的上升效应比市场认可度更明显，这也佐证了管理模式比剥离模式蕴含更高科创属性的判断。

(3)治困模式列与丰富属性列、不含属性列的 p 值均大于 0.05，不具有显著性。战略模式列与丰富属性列、不含属性列的 τ 在 0.4～0.6 之间，属于中等强度相关，且 p 值均小于 0.05，具有显著性。这表明随着资产状况改善，科创属性也在上升，战略模式具有最高科创属性。

(三)资本运营中的创新要素

进一步地，对各个案例中所涉及的创新相关内容进行解析并凝练创新方向、围绕创新方向开展的创新活动，归纳创新要素，如表 9 所示。

表 9　案例涉及的创新要素凝练

相关度	创新方向	创新活动	解析
丰富	科技金融	从资本市场募集创新资金	IPO、定增、市场化债转股等
		早期科技项目的创业投资	培育孵化高技术项目
		科技类资产的并购	创新资源流入
		产业链上高技术项目投资	做大做强主业
	自主创新	发展战略性新兴产业	新一代信息技术、人工智能、高端装备、新能源等
		支持关键核心技术开发	国产替代的卡脖子技术、产业链关键环节
	机制创新	分配激励机制改革	加大对研发、管理人才的激励，如员工持股计划
		国有资产优化组合	内部同类资产整合，提高研发生产效率
		国有研究院所改制	市场化改革，提升活力
	成果转化	设立基金投向体系内的科研成果	鼓励企业集团内研发项目的成果转化
普通	科技金融	以市场化方式募资项目资金	引入社会资本增资扩股、混改等
		科技资产盘活、回收资金实现循环	多以交易转让方式实现回流
		科技类资产的并购	—
		从资本市场募集创新资金	—
	自主创新	加大相关技术研发投入	旨在加强各自主业上的研发力量
	协同创新	大小企业融通创新	产业链上企业的协同创新
	机制创新	国有资产优化组合	—
		国有研究院所改制	—
		国有资产置换重组	置出非主业资产，装入高价值资产，提升核心竞争力
		企业管理机制革新	使管理上更符合市场化机制
		分配激励机制改革	—
	技术示范	应用推广先进技术	对传统资产进行技改
微弱	科技金融	兼顾投向行业相关技术类项目	主体还是投向非科技创新项目
		科技资产盘活、回收资金实现循环	—
	技术剩余	国有科技资产向民营转移	剥离资产过程中顺带实现创新资源输出
		军工类技术向民用类转移	资产剥离处置过程中顺带实现技术转移，技术残值继续发挥效用

从表 9 可以看出:国有资本运营以科技金融为先导,推动资金、技术的流入,又将资金投向高技术项目;伴随着科技金融活动的开展,实现资源往战略性新兴产业、关键核心技术集中,大力提升自主创新能力;同时围绕创新,从分配激励机制、国有资产管理、院所改制等方面推动改革;发挥创新引领作用,通过协同创新、技术示范、技术剩余等强化与社会创新主体之间的联系。

国有企业处于创新资源集中的优势地位,在其拟剥离的“两非”资产中,一些在本体系内相对落后、价值不大的技术,可能在民营企业依然处于领先地位并具备相当大的价值,因此伴随着资产的剥离,也实现了技术转移,并发挥了创新扶持的作用,可称之为技术剩余。对如军工产业等特定的产业而言,技术剩余对提升整个产业的技术水平有较大促进作用。在推动国企改革、推进产业布局优化和结构调整过程中,技术剩余为国有资本运营服务于创新驱动发展作出特别的贡献。

(四)国有资本运营创新架构

本文将归纳的创新要素融入国有资本运营过程中并构建出国有资本运营的创新架构,如图 6 所示。

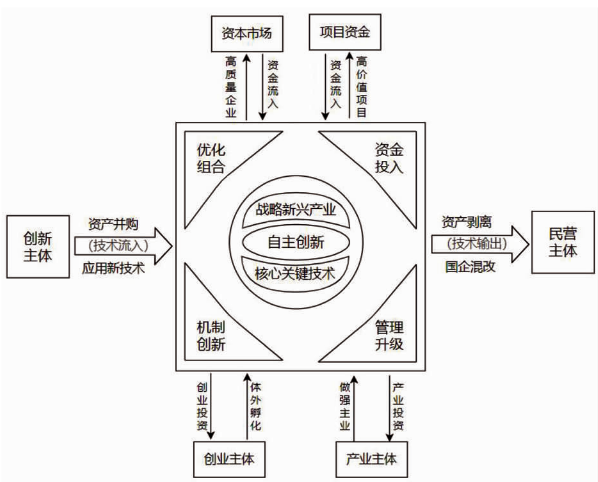

图 6 国有资本运营创新架构

图 6 的大框代表了国有资本运营的主体,在其外部的上下结构中,国企从市场募集资金并回报市场高价值项目、高质量的企业;通过创业投资,培育新兴业务,又通过产业投资,提升产业链控制力,输出资金并完成战略性布局。在这过程中,创业投资和产业基金实现对科技创新直接投资和支持。其中创业投资专业性非常强,是科技创新研发阶段最有效率的金融支持手段[29]。国有部门可以通过占有不成比例的丰富资源而造成要素稀缺,在国有企业存在感较强的地区,非国有企业的增长更为缓慢,尤其是在资本增长方面[30]。从这个角度来说,通过产业投资、创业投资进行资本输出,也是国有企业的社会责任。在其外部的左右结构中,通过资产并购和剥离、技术的应用和转移等,实现创新资源的流入、流出。在这过程中,国企开放应用场景,促进新技术的应用和推广,发挥出了技术示范作用。比如在数字经济时代,国企应积极采用大数据、人工智能等新一代信息技术,加强数字化建设和信息化建设,提高资源运营、服务经营等业务的数字化、智能化和信息化服务能力[31]。在其内部结构中,主要围绕自主创新这个核心目标,以及战略性新兴产业和核心技术两个关键点,从资金投入、优化组合、机制创新和管理升级等方面发力。创新驱动是国有企业实现高质量发展的第一动力,国有企业要发挥其在创新、技术、市场等方面的优势,不断提高自主创新能力,推动高质量发展[32]。

区别于前文提出的策略型分布及流程架构,国有资本运营的创新架构是关系型架构。在这一架构中,资本运营过程与创新过程实现融合,资本运营活动与创新活动得到统一,清晰完整地呈现了结构调整要求下的国有资本运营与创新发展的关系。此外,它又是国有企业创新发展的路径集合,以此为指导,国有企业聚焦主业开展市场化运作,最终有效促进创新、实现创新发展。

五 结 论

综上,本文围绕国有企业的创新发展,得出以下结论:

其一,推进国有经济布局优化和结构调整,就是推动资源往主业关联度和市场认可度高的资产上配置。随着资产主业关联度和市场认可度的提升,资本运营所蕴含的科创属性逐步提升,与科技创新的关联程度逐步上升。国有经济布局优化和结构调整,符合国家的政策导向以及市场的价值导向,有利于创新发展。

其二,相对市场认可度而言,主业关联度的上升与科技创新的关系更为紧密。因此,从国有资本运营的角度来看,国家政策的调整对科技创新的促进作用,比市场的作用更为明显,即国家战略、产业政策作用于国企,促使国企调整主业方向,并把资源向科技创新倾斜,国家政策的导向作用比市场对科技资产的反馈作用更为直接、有效。

其三，国有经济布局优化和结构调整的实质，是一个资源优化配置过程。国有资本运营是在国企改革的推动下，以科技金融为桥梁，实现资金资源在科技创新领域的优化配置、创新资源在创新主体间的优化配置，同时通过政策导向、内部整合、机制创新等方式，实现资金和技术在国企主体内部的优化组合，即包含了资金和技术、资本和资产、内部和外部三重的优化组合和配置。

［参　考　文　献］

［1］ 杜国功．高质量推进国有经济布局优化和结构调整［N］．经济参考报，2020－09－28(7)．

［2］ 王旗．推动国有资本布局优化和结构调整［N］．经济参考报，2021－09－24(1)．

［3］ 黄群慧．国有经济布局优化和结构调整的三个原则［J］．经济研究，2020(1)：14－16．

［4］ 马骏，张文魁，王怀宇，等．国有资本运营机构的国际经验［J］．发展研究，2015(8)：16－19．

［5］ Omran M. Performance consequences of privatizing Egyptian state-owned enterprises：the effect of post-privatization ownership structure on firm performance ［J］. Social Science Electronic Publishing，2004 (1/2)：73－114．

［6］ Gakhar D V，Phukon A. From welfare to wealth creation：a review of the literature on privatization of state-owned enterprises［J］. International Journal of Public Sector Management，2018(2)：265－286．

［7］ Maury B，Pajuste A. Multiple large shareholders and firm value［J］. Journal of Banking & Finance，2004(7)：1813－1834．

［8］ Darma A V，Setyari N P W，Sisdyani E A，et al. Government investment and capital participation to state-owned enterprises in Indonesia to mitigate the impact of the COVID-19 pandemic：is it effective? ［J］. WSEAS Transactions on Business and Economics，2024，21：726－740．

［9］ Soesetio R R D A，Santoso B，Suryani E. The influence of intellectual capital disclosure and capital structure on firm value in Indonesian's state-owned company［J］. International Journal of Innovative Science and Research Technology，2023 (6)：637－640．

［10］ Kim E H，Ouimet P. Broad-based employee stock ownership：motives and outcomes［J］. The Journal of Finance，2014 (3)：1273－1319．

［11］ 王凯，王辰烨．国有资本投资运营公司组建对企业创新的影响研究：基于准自然实验的证据［J］．管理学刊，2023(1)：120－139．

［12］ 陈艳利，戚乃媛．国有资本投资运营公司的创新驱动路径研究：基于扎根理论的探索性分析［J］．财经问题研究，2023(3)：94－105．

［13］ 江聃．政策引导央企加快育新提质 战略性新兴产业并购将持续升温［N］．证券时报，2024－11－26(A02)．

［14］ 赵放，刘雅君．混合所有制改革对国有企业创新效率影响的政策效果分析：基于双重差分法的实证研究［J］．山东大学学报(哲学社会科学版)，2016(6)：67－73．

［15］ 宋春霞，薛月．不同风险特征下国企混改对企业创新绩效的影响：资源效应与制度效应视角［J］．科技进步与对策，2023(3)：73－82．

［16］ 陈雨康．创造价值赋能创新 央国企借力资本市场在行动［N］．证券时报，2024－01－16(A02)．

［17］ 杨兴全，李文聪，尹兴强．国资管理体制改革与国企创新：基于“两类公司”设立的证据［J］．经济管理，2022(6)：24－42．

［18］ 徐可强，徐世帅，官唐勇，等．从海外经验看央企的公司治理［J］．现代国企研究，2016(21)：42－51．

［19］ 李竹波，李梅，陈世来．灵活 Vs 审慎：国有股权监管改革与国企创新［J］．科研管理，2024(10)：45－55．

［20］ 胡静．构建“1＋1＋N”大监督体系，为国有企业高质量发展营造良好政治生态［J］．中国军转民，2023(5)：35－38．

［21］ 杨思莹，白桦．国有企业创新质量提升：制约因素与驱动机制［J］．学习与探索，2023(10)：137－146．

［22］ 竺李乐，李雪，毛毅翀．员工持股计划、融资约束与国有企业双元创新产出［J］．技术经济，2023(2)：90－99．

［23］ 赵友叶，赵化冰，朱荣．容错纠错机制、高管短视倾向与国有企业创新［J］．运筹与模糊学，2023(6)：7477－7492．

［24］ Zhang S，Wang W，Zhou L. Nonstate capital participation and innovation in state-owned enterprises：scale，structure and quality ［J］. Finance Research Letters，2024，61：105039．

［25］ 闫楠．供给侧改革下 ZH 科技资产剥离绩效研究［D］．贵阳：贵州财经大学，2022．

［26］ 陈安惠，刘庆丰，李慧．政策性负担、战略变革与国有企业创新：作用机制与实证检验［J］．云南财经大学学报，2023(6)：77－93．

［27］ Young II W A，Weckman G R，Sinaki R Y，et al. Financial asset management using artificial neural networks［J］. International Journal of Operations Research and Information Systems，2020(3)：66－86．

［28］ Miglionico A. Restructuring non-performing loans for bank recovery：private workouts and securitisation mechanisms ［J］. European Company and Financial Law Review，2019 (6)：746－770．

［29］ 涂永红．完善金融支持创新体系［J］．创新世界周刊，2022(6)：20＋6．

［30］ Ouyang D. State-owned enterprise presence：local spillovers ［J］. China Economic Review，2024，84：102114．

［31］ 张伯新．国企管理模式创新策略探究［J］．投资与创业，2023(20)：112－114．

［32］ 丁蕾．创新驱动与国有企业高质量发展［J］．河南社会科学，2023(7)：121－124．