

# 中金珠宝混合所有制改革的价值创造影响研究

王春莹

广西财经学院

DOI:10.12238/ej.v8i2.2302

**[摘要]** 近几年,国有企业在整体经济进入新发展阶段的情况下,所承受的经济压力日益加剧,社会各界对国有企业的期望也随之提升。文章通过详细分析中金珠宝混合所有制改革的模式与动因,揭示了混合所有制改革对企业价值的积极作用。研究成果为混合所有制改革对企业价值的影响提供了实证支持,为国有企业深化改革、提升企业价值、实现经营目标提供了有益的参考和启示。

**[关键词]** 混合所有制改革; 企业价值; EVA分析法; 中金珠宝

**中图分类号:** F031.3 **文献标识码:** A

## Research on the influence of value creation of mixed ownership reform of CICC Jewelry

Chunying Wang

Guangxi University of Finance and Economics

**[Abstract]** In recent years, when the overall economy of state-owned enterprises has entered a new stage of development, the economic pressure is increasingly intensified, and the expectations of all sectors of society for state-owned enterprises are also increased. By analyzing the mode and motivation of mixed ownership reform, this paper reveals the positive effect of mixed ownership reform on enterprise value. The research results provide empirical support for the impact of mixed ownership reform on enterprise value, and provide useful reference and inspiration for state-owned enterprises to deepen their reform, enhance their enterprise value and realize their business goals.

**[Key words]** mixed ownership reform; enterprise value; EVA analysis; CICC jewelry

### 引言

二十大报告对混合所有制改革提出了明确要求,旨在通过深化国资国企改革,推动国有资本和国有企业的高质量发展,为构建新发展格局、实现高质量发展目标提供有力支撑。国企混合所有制改革是帮助国企实现降本提质增效的重要手段,但在长期传统产业制度下,国企出现了治理失衡、制度僵化及效率低下等经营问题。中金珠宝自2006年成立以来,在行业中逐渐走到领先地位,实现了不小的成绩<sup>[1]</sup>。然而,随着市场竞争的加剧,中金珠宝面临着不进则退的危机。在此背景下,中金珠宝积极实行混合所有制改革,通过引入社会资本,以期实现市场角色的转型升级,优化股权结构,激励员工、激发企业发展活力。

### 1 中金珠宝混合所有制改革情况

#### 1.1 中金珠宝混合所有制改革模式

中国黄金集团黄金珠宝股份有限公司(以下简称“中金珠宝”)经营范围包括黄金、黄金制品、珠宝、珠宝技术开发等,隶属于中国黄金集团有限公司(以下简称“中国黄金”),并作为其控股公司,肩负着拓展“中国黄金”产业链的重任。

2017年4月,中金珠宝成功构建了“国有资本相对控股、股权相对分散”的新股权结构,如图1所示。这一混合所有制改革成果显著提高了中金珠宝的股权分散度和制衡性。同时,黄金集团及其关联方维持了合理的控制权比例,有效预防了潜在的股权与控制权冲突。但是仅调整股权结构并不足以全面推动混合所有制改革进程,关键在于完善公司治理体系。

在这一思路指导下,中金珠宝遵循“投资者角色差异化”的原则,从外部投资者中精心挑选了中信证券和宿迁涵邦(战投京东)作为战略伙伴,深度参与公司治理,开创了“共同治理人”的新模式。值得注意的是,宿迁涵邦(战投京东)持有中金珠宝6.98%的股份,中信证券持有5.01%的股份,尽管两家公司的持股比例未直接满足委派董事的常规标准(执行董事为6名),形成了“超额委派”现象,但鉴于其与中金珠宝的高度资源契合度和坚实的合作基础,中信证券和宿迁涵邦(战投京东)手握优越的资源条件,在与其他外部投资者的对比中,拥有巨大的优势,这是允许“超额委派”现象存在的原因。这种选择资源高度契合的战略投资者参与共治的方式,有助于优化公司治理结构,最大限度地发挥资源协同效应。

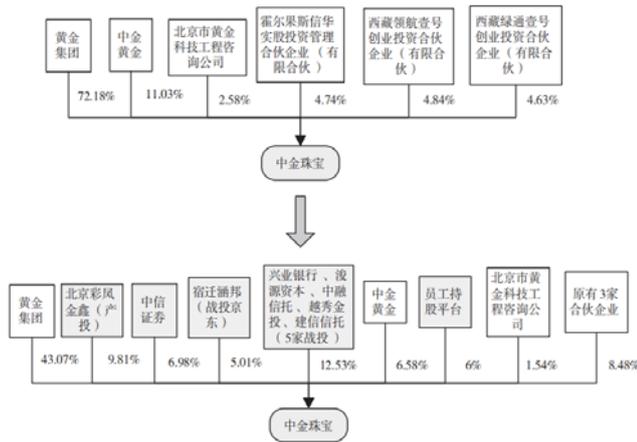


图1 中金珠宝股权结构混改前后对比图

1.2 中金珠宝混合所有制改革动因  
1.2.1 市场竞争加剧, 亟需转型升级

近年来, 年轻人似乎掀起了一股“黄金热潮”, 年轻人在消费人群的占比逐渐上升, 针对年轻人时尚化、轻量化、品牌化、IP化的消费需求和审美偏好, 黄金珠宝商不得不推出更新潮的产品以满足更多消费需求。随着消费者对黄金珠宝品质和个性化的需求不断提升, 市场竞争愈发激烈<sup>[2]</sup>。为了在市场中保持领先地位, 中金珠宝需要加快转型升级的步伐。混合所有制改革成为了中金珠宝转型升级的重要途径, 通过混合所有制改革, 中金珠宝得以吸引更多优质资源和人才, 优化股权结构, 提升企业竞争力。同时, 混合所有制改革也推动了中金珠宝在品牌建设、产品创新、营销渠道等方面的优化, 为企业注入了新的活力。

1.2.2 为了完善公司治理, 提升运营效率

在混合所有制改革之前, 中金珠宝的公司治理结构相对单一, 大部分股权集中在黄金集团(持股72.18%), 不可避免地会影响到决策效率和市场反应速度。通过混合所有制改革, 中金珠宝引入了更多元化的股东结构, 包括战略投资者和员工持股平台等, 形成了制衡化的治理结构<sup>[3]</sup>。这一变化不仅提升了中金珠宝的决策效率和市场反应速度, 还促进了企业内部管理的规范化和透明化。同时, 混合所有制改革也推动了中金珠宝在财务管理、各类资源管理等方面的优化, 完善了公司治理。

1.2.3 激励员工、激发企业发展活力的需要

如何培养人才、使用人才、留住人才是整个社会共同的责任, 人才的高度决定了一个企业的高度。黄金珠宝行业中企业之间的竞争主要着眼于以研发、设计、生产、销售为核心的综合实力竞争。为了提升综合竞争优势, 黄金珠宝行业内多家公司纷纷开展股权激励计划和采取其他手段, 来吸引宝贵的人才, 如: 潮宏基运用员工持股的激励方式、明朝珠宝运用股权激励的方式。而对比同行业企业, 中国黄金的激励机制仍未完善, 因此中国黄金急需在完善工资薪酬制度的基础上, 采取更有力的措施来吸引和留住人才, 实施员工持股计划便是其中一个有力手段。实施员工持股计划, 从员工的角度来说, 有利于提高他们

对中国黄金未来发展的期望, 提高员工的离职成本。从企业的角度来看, 有利于企业在实现利益的同时, 员工也可以得到相应的好处, 从而可以提高员工的工作积极性, 并且能够体现对核心员工的重视和认可, 减少人才的流失。

2 中金珠宝混合所有制改革EVA变动及分析

相较于传统的会计指标, EVA(经济增加值)指标在揭示公司价值变动方面展现出更为清晰的视角。EVA实质上衡量的是企业在特定时期内所创造的经济利润, 这一特性使其成为分析混合所有制改革对企业价值影响的有效工具<sup>[4]</sup>。因此, 文章选用EVA指标, 进一步分析混合所有制改革如何影响中金珠宝的企业价值。

2.1 计算税后净营业利润和资本总额

文章选取了中金珠宝在混合所有制改革前后的关键年度(2016年至2020年)的相关财务数据进行分析。通过对利息支出等7个项目的细致调整, 得出了调整后的税后净营业利润, 具体数据详见表1。

表1 中金珠宝调整后的税后净营业利润和资本总额 单位: 万元

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
税后净营业利润	23,165.27	37,476.66	40,887.60	46,717.30	51,205.74
资本总额	175,118.36	403,859.13	427,842.02	464,673.97	522,914.70

来源: 中金珠宝年报

2.2 计算加权平均资本成本

债务资本成本采用了中国人民银行规定的利率标准。至于权益资本成本的计算, 采用了资本资产定价模型(CAPM)作为理论基础。在无风险利率的选择上, 遵循了国内学术界的普遍做法, 即采用国债一年期到期收益率作为基准。至于风险溢价部分, 则采用了GDP增速作为衡量指标。这些参数的设定旨在确保计算过程既符合学术规范, 又能准确反映中金珠宝的实际情况。

表2 中金珠宝2016-2020年加权平均资本成本

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
债务资本成本	4.35%	4.35%	4.55%	4.55%	4.75%
权益资本成本	10.25%	9.91%	9.35%	7.99%	5.45%
负债占比	63.51%	39.20%	42.04%	43.69%	41.53%
所有者权益占比	36.49%	60.80%	57.96%	56.31%	58.47%
加权平均资本成本	5.81%	7.30%	6.86%	5.99%	4.67%

2.3 计算EVA值

根据前文数据及EVA公式:  $EVA = NOPAT - WACC * TC$ , 可计算出2016年至2020年EVA值, 分别为: 12,985.33万元、7,975.92万元、11,555.97万元、18,890.58万元、26,803.24万元。

#### 2.4 EVA指标变动分析

EVA指标分析框架有助于管理者基于对企业盈利能力的深刻理解,制定后续的战略规划,从而更加重视企业的价值创造能力。

如图2所示,中金珠宝在2016年至2020年期间,其EVA与净利润的走势大致相同,均呈现出上升的趋势。但在2017年,EVA由12,985.33万元下降为7,975.92万元,这可能与混合所有制改革初期的增资扩股行为有关<sup>[5]</sup>。然而,由图2可知,税后净营业利润从2017年的37,476.66万元到2020年的51,205.74万元,EVA从2017年的7,975.92万元到2020年的26,803.24万元,说明自2017年混合所有制改革工作全面展开以来直到2020年,中金珠宝的净利润和EVA均保持稳定且高速增长。这一表现不仅彰显了混合所有制改革对于提升企业盈利能力的积极作用,也进一步验证了EVA指标在分析企业价值创造过程中的重要性和有效性。

中金珠宝EVA值的持续增长,不仅是对其业务运营稳健性的有力证明,更是混合所有制改革对公司绩效产生积极影响的生动体现。这一增长趋势不仅标志着中金珠宝资金使用效率的提升,还反映出企业价值的显著增强。

混合所有制改革对中金珠宝的企业价值产生了深远影响。首先,通过优化治理结构,中金珠宝实现了董事会成员的多元化。独立董事和战略投资者的加入,不仅为董事会带来了更加广阔的视野和丰富的专业知识,还显著提升了决策的科学性和质量。这种多元化的董事会构成,有助于中金珠宝在复杂多变的市场环境中做出更加明智和前瞻性的决策。其次,共同治理人通过自身的各种手段及自带的各项资源,深度参与到中金珠宝的经营决策中。他们不仅提高了决策效率,还为企业带来了前瞻性的战略视角。在共同治理人的助力下,中金珠宝能够更准确地把握市场动态,制定出更加符合市场需求和自身发展的战略方向。最后,混合所有制改革促进了不同企业间优势资源的整合与共享。中金珠宝通过与其他企业的合作,充分发挥了资源协同效应,实现了资源的优化配置和高效利用。这一变革不仅为国有企业注入了新的活力,还推动了中金珠宝在市场竞争中的不断成长和发展。综上所述,混合所有制改革对中金珠宝的企业价值产生了深远而积极的影响,不仅提升了中金珠宝的绩效和资金使用效率,还为后续企业做大做强,不断提升价值打下坚实基础。

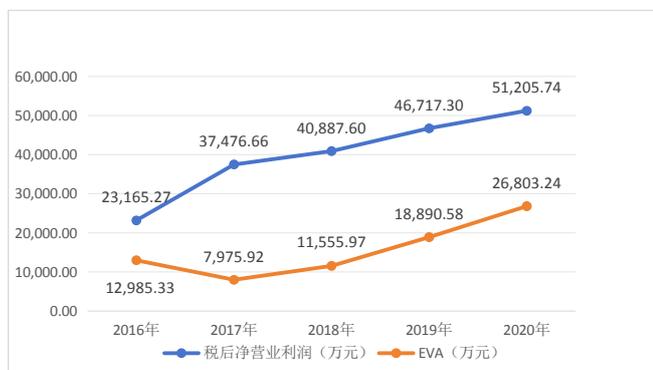


图2 中金珠宝2016-2020年净利润和EVA对比图

### 3 中金珠宝混合所有制改革的启示

从“混合所有制改革”试点到“双百行动”,两年左右的时间,中金珠宝改革取得明显进展,企业面貌发生了重大变化<sup>[6]</sup>。中金珠宝通过全面深化改革各项举措,公司焕发生机和活力,全体干部员工从“要我做”变成“我要做”。中金珠宝成功实现企业价值的提升,主要有以下几点原因:

#### 3.1 明确混改动因选择合适的改革路径

国有企业在探索混合所有制改革之路时,首要任务是明确改革的动因,即深入剖析自身存在的问题与短板。基于这些分析,企业需要确定如何通过改革来解决这些长期存在的问题。以中金珠宝为例,面对公司体制僵化、行业竞争力匮乏的困境,其混合所有制改革的初衷在于增强企业竞争力和优化公司治理架构。因此,中金珠宝选择了引入战略投资者和实施员工持股计划等策略,旨在打破原有的单一控股结构,其次通过改善公司治理和激发企业市场化活力从而提高企业绩效。因此,国企在混合所有制改革前要明确混合所有制改革动因的基础上选择合适的改革路径,从而才能更好地解决企业原有的问题,在现有能力上最大程度实现企业价值的提升,让企业焕发活力。

#### 3.2 利用混改改善公司治理水平

存在公司治理问题的国企,应该考虑通过混合所有制改革对公司治理机制进行改善,构建可以制衡大股东权力的股权结构,以解决国企一股独大的问题。比如中金珠宝在混合所有制改革前,治理结构单一,大部分股权集中在一家,不利于提升决策效率。在混合所有制改革后,通过引入多方资本,不仅完善了公司治理机制,还成功登陆A股实现增资扩股,由此也成为了行业中具有竞争力的企业。因此,还未混合所有制改革以及存在一股独大问题的国有企业可以借鉴中国黄金的成功经验,抓住混合所有制改革这一机遇,引入民营资本和内部资本等多种性质的所有者来提升治理效率<sup>[7]</sup>。因此要让所有制资本进行混合交流,让民营企业加入公司内部治理,形成对控股股东的制约,并且充分给予其管理权以及影响企业经营决策,要让它们充分参与到企业的整个治理过程中去,如此一来,不仅可以增加公司决策的科学性、提高决策效率,还可以提升企业的市场反应速度,进而提升企业价值。

#### 3.3 利用战略投资者的各类资源优势

混合所有制改革的根本目标是强化企业的核心竞争力,完善国有企业的法人治理结构,并确保国有资本的稳健增长与价值提升。在国有企业混合所有制改革中,引入战略投资者旨在达成两大目的:一是通过注入外部活力,激发企业的内在动力,同时增加企业资本,促进与资本市场的有效对接;二是与战略投资者形成协同效应,优化企业的资本结构,从而进一步提升企业的整体价值。对于中金珠宝来说,京东作为其战略投资者具有重要意义,京东作为互联网电商巨头,中金珠宝作为珠宝行业零售公司,可以充分利用京东的线上渠道优势,双方在合作后,推出线上黄金回购业务,产生协同效应。因此,企业在选择战略投资者

时,要立足于自身战略目标以及主营业务特点,充分考量意向企业各方面能力以及能否与企业产生协同效应。

#### 4 结语

中金珠宝积极响应国家号召,自2017年4月起正式踏上了混合所有制改革的征程,并历经数年努力,直至2021年2月成功完成上市,实现了净利润、EVA值的不断增长,企业经营向好,为国有企业深化改革提供了有益的参考和启示。

#### [参考文献]

[1]彭牧泽,靳庆鲁.国企混改与投资灵活性[J].财经研究,2024,50(03):109-121.

[2]李东升.国民共进:混改企业高质量发展的实现机制[J].理论学刊,2024,(01):123-131.

[3]马新啸,汤泰劼,郑国坚.非国有股东治理与国有企业的

税收规避和纳税贡献——基于混合所有制改革的视角[J].管理世界,2021,37(6):128-141.

[4]王斌,刘慧珂.反向混改与价值创造——基于九强生物定增引入国药投资的案例[J].财会月刊,2023,44(16):3-10.

[5]王艳华,万凌霜.国企混改的企业价值创造力研究——基于中国联通的案例分析[J].商业会计,2022,(08):32-37.

[6]云南省审计厅课题组.基于价值创造导向的混改企业内部审计优化思路及策略研究[J].企业改革与管理,2024,(10):92-95.

[7]周绍妮,张颖,王中超.国企混改与目标实现——基于董事会效率的中介效应研究[J].财会通讯,2021(07):81-85.

#### 作者简介:

王春莹(1999--),女,广西博白人,硕士研究生在读,研究方向:企业会计。