从“财务持股”到“价值赋能”：国有资本运营公司功能扩展中的 ESG 应用

公用二部｜ 薛爱丽

2026 年 11 月 22 日

摘要：

在“十五五”规划纲要提出加快经济社会发展全面绿色转型、ESG 信息披露制度约束不断强化的背景下，ESG 正由合规披露要求逐步上升为国有资本运营公司资本运作的价值抓手，推动其从以财务性持股为主的运营模式向价值赋能模式转变。本文认为，ESG 并非单一的绿色评价标签，而是嵌入国有资本运营公司“投资—培育—退出—再投资”循环并优化其运转逻辑的重要工具。实操层面，将 ESG 嵌入公司治理优化、标的筛选、投后赋能、信息披露四个环节，有助于国有资本运营公司实现价值赋能型运营。从信用传导视角看，被投资企业 ESG 表现的改善可通过增强分红稳定性、提升股权估值，传导至母公司现金流及其信用质量，但该传导链条受被投企业盈利水平、股权退出环境等因素制约；现阶段国内评级机构大多将 ESG 作为基本面分析基础上的评级调整与风险修正因素，ESG 对信用资质的独立影响尚未充分显现。当前，ESG 价值赋能落地仍面临非上市股权投资标的 ESG 数据可得性不足、考核周期偏短且以财务指标为主等现实约束，有待通过完善数据基础设施、健全长周期考核机制逐步化解。

关键词：ESG；国有资本运营公司；价值赋能；信用转型

正文：

国有资本运营公司是新一轮国资国企改革的重要制度创新，自十八届三中全会提出组建国有资本运营公司以来，这一制度安排历经十余年实践，已成为以“管资本”为主改革的重要载体。“十五五”时期，ESG 理念的普及与深化，为国有资本运营公司的可持续发展转型提供了新的分析视角与评价维度。

一、 国有资本运营公司功能定位与转型动因

在既定政策框架下，国有资本运营公司的基础功能框架保持稳定；ESG 导向下在财务持股基础上延伸价值赋能，是其功能内涵的拓展。根据《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》（国发〔2018〕23 号），国有资本运营公司以财务性持股为主，依托股权运作、价值管理等方式盘活存量国有资产，考核重点为国

有资本流动与保值增值情况。2024 年国务院国资委印发《关于新时代中央企业高标准履行社会责任的指导意见》（国资发社责规〔2024〕28 号），要求中央企业在经营管理全过程高标准履行社会责任，加强 ESG 治理与信息披露；“十五五”规划纲要对加快经济社会发展全面绿色转型、深化国资国企改革作出部署。上述政策表明，国资监管导向正由偏重财务性保值增值，向兼顾 ESG 治理与长期可持续价值拓展，为国有资本运营公司依托 ESG 推进可持续转型提供了顶层导向。本文所指可持续发展转型，是指国有资本运营公司以 ESG 理念为指引，在资本运作全周期管控 ESG 风险，由以财务性持股为主的运营模式转向价值赋能型主动运营，通过“投资—培育—退出—再投资”循环实现国有资本的长期可持续流动与保值增值。

国有资本运营公司推进上述转型，主要基于两重动因。一是功能内涵的拓展与定位再校准：公司需要在服务国家战略与市场化运作之间保持动态平衡——过度偏向政策性功能，则难以形成可持续的商业模式；过度偏向市场化，则偏离了国有资本的战略使命。二者的均衡具有动态特征，需结合宏观经济周期与监管政策导向，通过优化项目 ESG 准入标准、动态调整投资组合结构实现持续适配，推动运营重心向 ESG 导向的价值赋能拓展。二是收益结构调整动因：公司收入主要来自股权分红、资本利得和基金管理费，所持股权中非上市部分占比较高，退出更多依赖协议转让、回购等通道；分红和资本利得易随被投资企业盈利状况和资本市场波动而变化；在资本市场波动加大、退出通道收窄的背景下，构建稳定收益结构成为核心命题。因此，国有资本运营公司有必要依托 ESG 多维度举措，推动由财务性持股向价值赋能转型。

二、 国有资本运营公司可持续发展转型的 ESG 路径

国有资本运营公司的转型路径可落地于治理架构、投资筛选、赋能管理、信息披露四个环节。其中，治理架构提供制度基础，信息披露解决公司自身的透明度问题；投资筛选决定资本配置方向，赋能管理推动被投资企业改善 ESG 表现；信息披露依托外部反馈反向优化前述前三者，四者协同支撑“投资—培育—退出—再投资”良性循环的形成；在再投资环节，可将 ESG 表现作为重要参考，在同等条件下优先选择符合国有经济布局优化方向和公司功能定位、ESG 表现良好的标的。

（一）治理架构：从传统治理到 ESG 治理

构建 ESG 治理架构是可持续发展转型的制度基础。国有资本运营公司可以建立“董事会—ESG 委员会—ESG 工作小组”三级体系，将 ESG 要求纳入公司战略规划和投资决策流程：董事会层面负责战略制定和重大事项审议；管理层层面的工作小组承

担政策落地、数据收集和报告编制等日常事务；业务层面将 ESG 因素嵌入投资尽调、投后管理和退出决策的全流程。治理架构的优化，是可持续发展转型的制度保障。

（二）投资筛选：ESG 因素嵌入资本配置全流程

将 ESG 要素嵌入投资决策全流程是转型的核心环节，很大程度上决定投资组合长期竞争力的构建。投前阶段，核心任务是建立适配国有资本布局导向的 ESG 筛选标准并开展专项尽调——环境维度可关注碳排放强度与污染物排放合规性；社会维度可关注安全生产记录与员工权益保障；治理维度可关注关联交易透明度与董事会独立性；对于产业链安全、能源安全等重点领域标的则重在识别重大尾部风险。评估结论可纳入投资评审材料，作为公司决策的重要参考。投中阶段，在投资协议中设置 ESG 专项条款，明确被投资企业在污染防控、安全生产、员工权益、关联交易管控等方面的义务与阶段性改进目标，并配套相应约束与激励机制。投后及退出阶段，建立常态化跟踪评估机制，动态更新风险台账，对持续改善、风险可控者配套增资与资源赋能，对整改不达标者及时预警并纳入退出备选清单；退出决策中应将 ESG 表现作为评估退出时机、方式与定价的重要参考——ESG 表现良好的标的退出时通常更容易获得市场认可，但估值溢价幅度受行业、交易结构和市场环境影响，表现较差的企业则可能面临折价转让甚至退出困难。同时，退出前的 ESG 尽职调查，有助于识别未披露的环境负债或治理瑕疵，避免产生追索风险。

（三）赋能管理：以资本为纽带推动被投资企业 ESG 提升

国有资本运营公司既是投资者更是赋能者，通过 ESG 赋能推动被投资企业建立环境管理体系、社会责任机制和现代企业治理结构，是提升投资组合长期价值的重要支撑。国有资本运营公司赋能方式较为多元：推动被投资企业建立 ESG 管理制度并将要求嵌入其日常经营流程，是最直接的切入点；搭建信息共享平台，能够以较低成本促进被投资企业之间 ESG 优秀实践、合规案例与降碳方案等经验互通；以股东身份推动被投资企业披露 ESG 报告则是基础性环节，借助标准化披露引导企业梳理 ESG 管理台账、补齐管理漏洞。

（四）信息披露：ESG 报告与外部评价的衔接

国有资本运营公司可逐步健全 ESG 信息披露体系，定期发布 ESG 报告，披露环境绩效、社会责任履行和治理水平。ESG 报告是面向资本市场、监管及各类市场主体的对外沟通载体，同时为评级机构识别 ESG 风险提供信息支撑。依据财政部《企业可持

续披露准则——基本准则（试行）》（以下简称《准则》），可持续信息披露可遵循重要性、可靠性、可比性、可验证性等信息质量要求，影响使用者做出决策。同时，国有资本运营公司可借助外部评级与市场反馈，反向优化治理、筛选与赋能三个环节。

三、 可持续发展转型的信用与融资反馈

（一）ESG 表现向偿债能力的传导链条

国有资本运营公司以财务性持股为主，其信用状况与所持股权的资产价值和流动性密切相关。评级机构评估此类主体时，除关注母公司口径的债务结构和流动性水平外，还会考察所持股权价值及现金类投资收益对债务的覆盖程度，通常以“股利（及利息收入）/利息支出”和“全部债务/股利（及利息收入）”衡量分红现金流对债务及利息成本的保障能力。惠誉博华在《公共融资平台信用风险透视：国有资本投资运营公司》（2022）中，选取 36 家国有资本投资、运营控股平台剔除 3 家数据披露不充分主体后，基于剩余 33 家主体 2019-2021 年财务数据统计，现金类投资收益对利息支出覆盖中位数仅为 0.3 倍，全部债务/现金类投资收益的中位数为 73.9 倍。该样本同时涵盖投资公司与运营公司，且统计口径较为特殊、时点较早，因此上述数据仅用于说明财务性持股的国资股权投资类主体分红现金流对利息保障偏弱的共性特征，并不代表当前国有资本运营公司群体的整体水平，但足以表明此类主体信用质量高度依赖股权分红和股权价值。

被投资企业的 ESG 表现通过影响其分红稳定性和股权价值，构成向国有资本运营公司信用传导的变量：ESG 表现良好的被投资企业，分红可持续性更强，有助于支撑国有资本运营公司所持股权价值和现金流稳定性，进而强化对债务的覆盖保障。需要注意的是，传导路径“被投资企业 ESG→分红稳定性→股权价值→国有资本运营公司现金流→债务覆盖”并非必然生效：ESG 改善支撑分红稳定，前提是企业盈利基础稳定、分红政策延续；稳定分红支撑股权价值，依托行业景气度与股权流动性保持稳定；分红现金流改善债务覆盖，则要求不存在集中到期债务和大额资本支出的持续挤占，任一环节中断即传导失效。整体而言，该传导逻辑客观存在，可作为信用质量分析的重要参考，但更多体现为受多重条件制约的潜在间接传导，尚难以构成稳定可靠的偿债来源保障。

（二）评级框架中的 ESG 处理方式

从评级实践看，ESG 目前主要以调整项或修正因素的形式纳入信用评级框架，即

作为基础评级结果之上的修正项，尚未成为基础评级模型的核心构成要素。国内主流评级机构对 ESG 的处置思路相近但侧重点存在差异：均将 ESG 作为基本面之上的校准因素，未纳入评级核心打分模块；部分机构更侧重对 ESG 重大负面风险做向下调整。这一定位意味着，ESG 作用的发挥建立在主体财务、资产、业务等基本面基础之上——同等基本面条件下，持续稳健的 ESG 治理与风险缓释存在推动评级展望向好调整的可能；但 ESG 因素难以单独支撑信用级别上调，不足以对冲基本面的重大负面压力。

对国有资本运营公司而言，ESG 并不带来评级方法的整体重构，而是沿着两条路径形成边际修正：一是被投资企业 ESG 表现通过股权价值与分红稳定性，传导至国有资本运营公司的偿债来源；二是国有资本运营公司自身治理与绿色相关因素，经由合规、声誉及环境与治理风险，作用于主体信用资质与融资条件。

四、 国有资本运营公司可持续发展转型的挑战与应对

上述信用与融资反馈机制的实现，依赖于两个前置条件：一是被投资企业 ESG 数据的可获取性，二是国有资本运营公司内部短期财务目标与长期 ESG 目标的可协调性；退出节奏、收益波动属于股权投资通用风险，现有研究已充分讨论。本文围绕国有资本运营公司在 ESG 理念驱动下的可持续发展转型的两项差异化挑战——数据基础制约与目标平衡难题及其应对思路。

（一）数据基础制约与应对

从实操实践看，国有资本运营公司所持资产中非上市股权占比较高，而被投资企业缺乏强制 ESG 披露要求，碳排放数据获取难度较大、质量参差不齐，行业亦尚未形成适用于非上市股权资产的统一 ESG 数据采集与校验标准，这制约了 ESG 投资筛选和绩效评估的有效性，也制约了投资组合长期价值与可持续风险的量化管理。对此，国有资本运营公司可分阶段搭建数据体系：短期优先采信第三方公开 ESG 评价数据作为外部参照，用于被投资企业初步画像与分层；中长期逐步搭建内部标准化 ESG 信息采集清单，将 ESG 数据报送纳入与被投资企业常态化沟通机制并配套数据校验规则，逐步形成适配非上市股权资产的内部 ESG 数据库。

（二）目标平衡难题与应对

数据基础薄弱会进一步放大目标平衡的难度：ESG 表现难以量化，考核权重的设定就缺乏充分依据。国有资本运营公司一方面需要落实出资人对国有战略落地、资本布局优化和国有资本保值增值的考核要求（国发〔2018〕23 号），另一方面在内部业

务单元年度考核约束下，容易面临短期财务回报目标和长期可持续发展目标的权衡矛盾。如 ESG 投资筛选可能排除短期财务回报较高但 ESG 表现不佳的投资标的。但是，短期权衡矛盾客观存在的根源不在于 ESG 导向本身，而在于考核传导机制，考核目标向下传导分解至业务单元时，通常拆解为年度收益指标，且现有体系尚未形成成熟、可直接应用于考核的 ESG 长期价值与隐性风险量化评价规则，ESG 导向的投资布局因而易受挤压。因此，有必要在考核机制中为 ESG 表现赋予适当权重，避免过度侧重短期财务回报；平衡点的把握则需结合国有资本运营公司资产结构、转型阶段和管理能力，在实践中逐步校准。

五、 结语

“十五五”时期，ESG 理念的普及与深化为国有资本运营公司可持续发展转型提供了新的契机。本文分析表明：在功能定位与功能内涵拓展上，ESG 有助于推动国有资本运营公司由以财务性持股为主向价值赋能型主动运营转变；在实践路径上，可将 ESG 嵌入治理架构、投资筛选、赋能管理与信息披露四个环节，支撑“投资—培育—退出—再投资”的良性循环；在信用与融资反馈上，被投资企业 ESG 表现可通过分红稳定性和股权价值间接传导至母公司偿债来源，ESG 在现行评级框架中主要发挥基本面之上的边际校准作用。当前转型仍面临非上市股权 ESG 数据可得性不足、短期考核与长期目标难以协调等现实约束，需通过分阶段搭建 ESG 数据体系、优化考核机制中的 ESG 权重逐步化解。总体而言，国有资本运营公司应结合自身功能定位、资产结构与管理能力差异化推进转型，将 ESG 因素深度嵌入资本循环各环节，依托持续的制度建设与能力积累培育长期竞争力，进而夯实发展根基、实现高质量发展。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的合法性、真实性、准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议或决策依据。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。