

■ 高端视野

- 我国应积极考虑适当加大基于质量和效益的结构导向选择性“聪明投资”，作为进入“新常态”的重要宏观政策方略和理性“供给管理”有效选项。
- 应结合发展战略、产业政策，加大高质量、高综合效益的投资力度，用中高端的“新供给”淘汰落后低端“旧供给”。
- 未来几年可适当提升政府债务规模、赤字率，至少可在近两年2.1%的年度赤字率水平上明显提高0.5个百分点，对应于年度数千亿元赤字规模扩张。



以“聪明投资”助力稳增长和促改革

□华夏新供给经济学研究院院长 贾康

历经数年的经济增速下行，2014年三季度以来，我国工业、投资、消费等数据又均出现回落，引发不少“唱空中国”的言论。我们建议，从供给端入手在未来一个时期抓住国际石油、矿产等大宗商品价格走低的难得历史机遇，充分运用我国高外汇储备、高储蓄及青壮年劳动力尚较充裕等多方面有利条件，按照我国打造新常态下经济发展升级版的总体要求和发展方向，以增加有效供给的选择性“聪明投资”，着眼于和发力于“补短板、挖潜能、转主体、增活力、提效率、可持续”，促进稳增长、促改革、优结构、护生态、惠民生，为2015年和“十三五”及长期经济可持续科学发展，实现“两个100年”目标，奠定坚实基础，并为全球经济稳增长作出积极贡献。

“聪明投资”空间巨大

从国内外发展经验看，投资是经济发展的主要支撑条件，是消费的前提和基础，也是国家经济硬实力成长性的依托和民生就业的源泉。中国目前所处的发展阶段，特别是党的十八大提出的“三个没有变”体现的国情特征，决定了我国在相当长时期内经济领域的主要矛盾方面是在供给端，粗放型投资驱动转为集约型投资驱动并合理扩大消费的转变过程中，结构性有效供给不足的矛盾仍十分突出，为应对新阶段国内外形势的新变化和新挑战，适当增加有效投资对经济可持续健康发展尤显重要。我们所强调的是在决策部门实施理性的“供给管理”视界之下的选择性“聪明投资”(Smart Investment)，其可把政府“有所为有所不为”的结构性导向与“让市场充分起作用”的配置机制和多元主体合作制约之下审慎务实、高明聪慧的项目科学决策结合为一体。

应当指出，我国具备进一步加大“聪明投资”的多方面有利条件和可用、可观、可贵的空间。

一是国际环境相对有利，亚非拉国家对加大基础设施建设有巨大需求且改善愿望迫切，“一带一路”及周边互联互通战略可成为加大海内外投资的战略抓手。近期我国外交取得一系列重要进步与合作框架构建中的成果。同时可清晰看到亚非拉发展中国家的基础设施短缺广泛存在，以及全球稳增长的迫切愿望，已形成了对我国加快海外投资的极为有利的国际环境。金砖银行的建立和亚洲基础设施银行的筹建进展，将成为积极的配套条件。“一带一路”与周边互联互通战略，可成为加大海内外投资的战略抓手。

二是国家已启动“十三五”研究，即将研究启动建设一批重大经济社会工程，可成为加快有效“聪明投资”的重要驱动力和规划形式，落到谋划、推动发展的层面，就要涉及抓紧研究启动一批对加快经济社会发展、结构调整全局带动性强的重大经济社会工程，促进调整经济结构、保护生态、

改善民生，推动经济发展和社会进步。

三是我国已具备前所未有的强大设计、制造和施工能力。我国具有在地域广阔、地质条件复杂地区推进铁路、公路、机场、港口、园区等公共工程和基础设施建设的丰富经验，也已具备当今全球实力最强的基础设施项目施工能力，以及适合不同经济体需要的铁路、电力等装备制造能力。总体上足以积极参与国际竞争与合作的强大的项目设计、设备制造和工程施工能力水平是前所未有的。

四是是我国财政能力具有较大的空间和潜力。从财政能力的整体空间分析，根据国家审计署公布的数据，我国公共部门真实负债率为40%左右，参照欧盟规定的60%警戒线，我国这一比率显然在安全区内，可用空间还相当可观，亦称足珍贵，别的主要经济体只有羡慕的份，用得好足以支持我国在较快完成“新常态”调整后乘势发展。

从2014年财政预算运行情况分析，未来三年间如分步把公共部门负债率提高至50%左右，可增加的公共部门举债资金规模不低于6.5万亿元，并将产生拉动社会资本的明显乘数效应，可挖掘的潜力空间巨大。

五是货币政策仍有较大作用空间。目前大型商业银行法定存款准备率约20%，仍处于历史高点；通胀率较低，PPI已历经三年以上长期负增长；外汇储备规模巨大，至2014年9月末已达3.89万亿美元。

以有效供给管理对接“新常态”

在2015年、牛三五”期间及更长的历史时期，我国积极考虑适当加大基于质量和效益的结构导向选择性“聪明投资”，作为进入“新常态”，对接一个尽可能长的中高速增长平台的重要宏观政策方略和理性“供给管理”的有效选项，周密稳妥实施。

从改革开放36年来的实际进程和成效看，我国由高储蓄支撑的高投资，总体上并不是中国经济的主要问题，而是中国经济得以快速发展的重



要经验之一，新阶段上经济增速和投资率的适当调整是必要的，但中国投资领域的核心问题不是总量和增速，而是结构、质量和综合效益。

建议制度改革重点已在部署上继续从以下方面深化：一是简政放权、放松管制；二是消除过度垄断，实现竞争性市场准入；三是继续推进以“营改增”为切入点的财税配套改革，实现中央与地方财权与事权的合理调整及降低企业成本、促进企业设备更新改造、鼓励企业科技创新等目标；四是加快以“推进普惠金融发展、扩大金融业开放”为目标的金融多样化改革，其中政策性、开发性金融的健康发展及商业性、政策性金融与PPP(公私合作伙伴关系，亦称政府与社会资本合作或政府与企业合作机制)的良性互动和结合，应当纳入通盘战略考量；五是加快以“反映市场供求关系”理顺比价关系和价格形成机制为目标的资源、能源产品价格改革；六是深化以“落实微观主体投资自主权”和发展混合所有制经济为核心的投融资体制改革；七是以打造高标准法治化营商环境、实现投资自由化、贸易便利化和金融国际化”为目标的对外开放制度安排的改革。

此外，应创新国际国内投融资模式，实现“中国全球共赢”、“政府市场双到位”、“国企民企双进步”。建议在加快资金供给端的金砖国家开发银行、丝路基金、亚洲基础设施投资银行等金融机构组建，并发挥国家开发银行、中国进出口银行作用的同时，积极考虑创新基础设施建设的投融资主体、项目建设主体和相关项目建成后的运营主体构建问题。可借鉴中国与新加坡合作的“苏州工业园”和近年表现了上升态势的国内“连片开发”多个案例中的可取经验，运用PPP机制创新，打造公司化、国际化、市场化的基础设施和连片开发建设新局面。

应结合发展战略、产业政策，通过规划加大高质量、高综合效益的投资力度，用中高端的“新供给”淘汰落后低端“旧供给”。新型城镇化过程中应注重首先对基本公共服务、养老服务等惠及民生的“托底”事项进行侧重的投

入；在新型工业化进程中应聚焦重点技术研发、产业升级换代、重大设备更新等有助于经济结构调整和产业转型的项目，进行政策倾斜支持投入；在农业现代化进程中注重对农田水利、现代化农场、大型农用设备、服务运行体系硬件设施等方面进行有选择的投入；在信息化进程中应注重对大数据时代网络技术、网络系统建设、网络安全、网络人才、智慧城市等重点领域以引导基金等方式进行有选择投入。

更重要的是，财政和金融政策要为“稳增长、促改革、调结构、惠民生、护生态”提供有效支持。

财政政策方面，应适当加大“积极”力度，有所作为，突出重点，创新机制。在增加公共产品和服务的供给方面，首先应当针对项目分类，选择资金来源的不同分类组合，注重积极扩大PPP制度供给创新模式的应用，特别应加大教育、医疗、养老等民生项目投入。随着未来几年适当提升政府债务规模、赤字率，至少可在近两年2.1%的年度赤字率水平上明显提高0.5个百分点(即提高到2.6%以上)，对应于年度数千亿元赤字规模扩张。建议地方政府债务规模可积极较快提升至年度发行1万亿元以上，用阳光化、低成本、长期债务，替换隐性高成本、短期债务，减轻政府体系实际债务负担和基础设施融资成本。

货币政策方面，应适度放松，适当降准。实际上，在利率逐步放开和市场化的条件下，只有降准，才能真正降息，这与经济刺激政策关联不大，主要是对冲美国QE退出，降低企业融资成本，有利于市场稳定和供给端发展。

拓展股权投资渠道方面，应发挥资本市场作用，大力发展战略投资基金和政策性引导基金。建议在总结“沪港通”经验的基础上，可适当加大国内资本市场开放力度，及时推出“深港通”等对外“引水”举措，通过适度扩大股票发行增加股本融资，并通过资本市场产生的财富效应拉动国内消费增长。与此同时，建议可鼓励发展各类产业投资基金和政策性引导基金，为“聪明投资”和“创新驱动”提供资金支持。

国有资本监管要做到“三个管好”

□国务院国资委研究中心副主任 卢永真
中国社科院世经政所研究员 田丰

十八届三中全会提出，完善国有资产管理体制，以管资本为主加强国有资产监管，这是深化国资国企改革的一项重要任务。从既往国际经验看，要管好资本重在管好股权结构、管好公司治理以及管好危机与冲突。

管好股权结构

合理的股权安排是管好资本的前提。公司的股权结构直接涉及股东权益、经营管理主导权等多个方面，是股东之间相互制约和平衡的制度前提。管好股权结构的要点包括：安排合理的股权比例；设置可转换优先股，并允许投资者对特定事项享有表决权；订立反摊薄协议，保障原始投资者的权益；合理安排员工持股计划以及管理层股权或期权激励安排。

管控好投资风险是管好资本的保障。投资风险管理是指综合运用多种管理方法、技术和工具，主动通过风险识别、风险衡量、风险评价和风险应对等各方面工作，有效控制和管理投资活动所涉及的各种风险，尽量使风险事件的有利后果最大或不利后果最小，以最低成本保证投资总体目标的安全可靠实现。应包括：构建高效信息传递系统，及时掌握市场信息；科学评估风险，细化分析措施以提高企业投资决策的科学性和可靠性；建立风险预警机制，有效防范风险。

资源配置再平衡是实现股权结构动态调整

的重要环节，即当前配置与目标配置出现偏差时，及时调整各类资产权重以实现投资组合目标配置水平，其要点包括：确定合理的目标配置；构建科学有效的模型，准确预测各类资产的回报率；优选模型信息，建立合理的决策流程和决策规则，以决定和控制资产类别的增持或减持；注重再平衡的持续有效性。

管好公司治理

管好公司治理重点是管好公司治理目标与治理结构，这是投资者有效参与被投资企业治理的方法和途径。

笔者认为，以股东利益为主导的利益相关者利益最大化目标，应是管好公司治理的首要目标，应当界定包括股东在内的利益相关者间的关系，在明确股东利益主导地位的同时兼顾其他利益相关者的利益。

管好公司治理结构方面，国资监管应确保投资者参与董事会、监事会及重大事项的决策；派驻高级管理人员；明确被投资企业管理层的肯定性和否定性承诺。通过在董事会拥有席位以及积极履行董事会成员职责，投资者可以在充分了解被投资企业经营状况的基础上，及时参与企业经营思路、发展战略、投资行为、资产重组、经营管理层的任免及薪酬制度等重大事项的决策，有效掌控被投资企业的运营。

此外，国资监管也应管好投票权与透明度两大公司治理重点。投票权包含四个不同层面的内容：股东投票权；董事会投票权；提名委员会、薪

酬委员会以及审计委员会等董事会专门委员会的投票权；一票否决权。管好投票权的要点是：投资者积极行使投票权应以维护自身长期经济利益为主要目标，而不是单纯寻求控制目标公司经营管理和资源；积极行使投票权并不意味着投资者介入所有被投资企业的所有事项，而是着重对预先确定的战略优先事项进行积极响应；也可以考虑设置派驻董事的一票否决权。

在透明度监管方面，由于国有资本在国际上投资与主权财富基金一样受到关注，因此可借鉴主权财富基金对投资透明度的相关经验。

管好危机与冲突

管好危机与冲突，可有效控制企业的经营和运行风险。尽管专业投资者参与被投资企业管理的目的并不是完全控制企业，但被投资企业的经营状况如果出现危机、陷入困境，投资者谋求现金流、投票、董事会、清算等方面获得更多企业控制权以确保自身利益。危机期间投资者获得被投资企业控制权的要点包括：设置有利的投资合同条款，约定被投资企业会计报表或者运营数据触碰到特定门槛值，企业经营者就需要将全部或部分企业控制权转移给投资者；必要时投资者可强制被投资企业清算，或以回购清算权作为筹码与被投资企业进行谈判，将企业控制权转移到自己手中；采取优先股等投资形式，以对被投资企业的破产财产享有优先权，并约定控股股东或管理层回购条款，当公司的前景、业务或者财务状况发生重大不利变化时，优先股股东有权要求被投

资企业回购，购买价格等于原始购买价格加上已承诺但尚未支付的利息。

从投资者立场来看，要管好与其他股东、企业经营者以及企业员工间的冲突，重点在于处理好防范与应对两个环节。管好冲突的总体思路是在设置有利投资合同条款基础上，加强各方沟通与合作，引导并促使其他股东、企业经营者接受和遵守共同治理的规则。具体而言，投资者在设定投资条款时可纳入共同治理规则，其中包括股东会和董事会议事规则、投资方认可的审计机构定期进行审计、高管绩效考核与薪酬调整机制等事项，并积极促使其他股东、企业经营者接受和遵守，既避免实体违约，也避免程序违约。此外，投资者在投资合同中应明确对企业经营者的的要求、奖惩以及违约责任，行之有效的对策是与其签署“对赌协议”或“对赌条款”，即如果经营者达到预期业绩目标，投资方可以给企业经营者现金或送股奖励，否则由经营者给投资方一定的现金或股权补偿。投资方应尽可能委派财务负责人，这是防范企业经营者关联交易、转移定价、挪用资金、职务消费偏高等道德风险的最有效措施。

如果投资方持股比例较低，但是同时有几家投资者，可以联合起来委派财务负责人。投资方在合同中可以约定分期投入的投资方式，明确投资者有权根据前一阶段企业经营情况调整甚至中止后续投资。投资方还可以设计投融资工具的组合来约束企业经营者，研究和实践表明，借转股机制或可转换债券对企业经营者的激励和约束，其作用优于单纯的债权和股权。

竞争性行业混改 应重视公司结构设计

□北京国枫凯文律师事务所合伙人 黄兴旺

新一轮混合所有制改革多以竞争性行业为主，但一些观念、机制上的问题仍严重阻碍着国资和民资积极参与这一轮改革，混合所有制公司结构如何设计也是一项艰巨的挑战。一种混合产品的功能与效用取决于其产品配方，什么成分、组合及比例。混合所有制公司的配方研制就是如何设计良好的股权结构、董事会结构及经营管理团队激励与约束机制。

从股权结构设计看，为了保证公司治理民主，防范大股东一股独大，股权结构设计一定要适当分散，避免单个股东持股超过50%。少数一方也要有一定的持股比例，成为不可忽视的关键少数，最好不低于三分之一，以实现制衡。因为公司法规定很多重要事项要三分之二多数通过，少数股东一方若持有的股权不低于三分之一，只要少数股东不同意，股东会也不能对重要事项作出决议。十八大以前的混合所有制企业国资之所以没有话语权，很大程度上是因为国资所占股权比例太低。

从董事会结构设计看，良好的公司治理是混合所有制企业的基石。董事会作为公司治理核心，其结构如何设计、如何运作，是解决民营资本与国有资产决策权担忧问题的关键。只有决策高效、制衡有效的公司治理，才能保证不同所有制股东有效参与企业决策，权利得到平等维护。因此，不同的所有权主体要就董事候选人的名额分配和推荐达成一致，除非股权比例很集中，任何一名股东都不能有推荐过半数董事候选人的权利；为避免国资背景董事和民资背景董事意见分歧过大，陷入僵局，也为了确保董事会的能力资源配置能够满足战略决策的要求，混合所有制公司应该降低内部董事比例，参考上市公司独立董事制度适当引进部分外部董事或者增设董事会观察员、董事会顾问等职位。这些外部董事、董事会观察员、董事会顾问应有大型企业管理经验或者有法律、财务专业知识和实践经验。

从经营管理团队激励与约束机制设计看，混合所有制公司要取得商业上的成功必须依赖积极进取的经营管理团队，公司要对经营管理团队进行充分的激励和有效的约束，这就必须打破现有国有企业高管人员身份的禁锢，要实行职业经理人制度、年薪制、股权激励制度、员工持股制度等。国有企业推举来的高管须与原国有企业解除劳动关系并与其新公司签订劳动合同，采用完全市场化的薪酬制度。

明确股东会、董事会、经营管理层的决策权限及议事规则。“两会一层”的权力分配要根据公司经营业务性质、董事会成员和股东成员(含股东代表)是否重合、注册资本规模、股东人数等多种因素综合考虑设计。若股东成员基本都是董事成员，则除了法定由股东会行使的职权外，其他决策权都可以放在董事会，以提高决策效率，免得同一群人开了董事会后再浪费时间就同一事项开股东会。若好几名股东不是董事会成员，则要按决策事项所涉的金额大小划分董事会和股东会决策权限，以充分听取小股东的意见并让小股东充分行使表决权。董事会决策权限比如对外投资、担保、重要资产处置一般不超过公司净资产的30%，超过30%的董事会审议通过后应提交股东会审议。

此外，签署股东协议是混合所有制公司的重要保障。章程是公司成立、工商登记的必要文件，大多数人认为章程是对股东权利保护的重要法律文件，有章程保护就可以了。股东投资协议不是工商登记的必要材料，因此很多公司成立前股东之间没有签署该投资协议。然而，股东签署投资协议对公司结构设计的一些重要事项做出约定很有必要。

一是可以弥补公司章程保护的不足。笔者接触到一些公司股东争议，有的以大欺小，有的以小讹大，或多或少与股东没有签署投资协议，没有将商议时一些重要事项规定在投资协议中有关。因为公司章程并不能确保小股东的利益。即使章程把股东之间在公司成立之前达成的对某些事项的一致意见作了规定，但三分之二以上表决权的股东可以修改公司章程，从而损害小股东利益。若签署了共同投资协议，对每一名股东都有约束力，只要有一名股东反对，其他股东就不能修改投资协议的约定，就能充分保护小股东的利益。

二是防范国资公司主要负责人变更，可能给混合所有制公司带来不利影响。现在竞争性行业混合所有制改革的一个显著特点是，国资公司的主要负责人和民营企业的实际控制人比较熟悉，有良好的感情基础，公司运行中出现一些分歧、争议、恶意沟通。但一旦国资公司主要负责人退休或调换岗位，新的负责人与民营企业的实际控制人很可能没有感情基础，若没有投资协议的严密约定，产生争议、分歧时不易协调，不容易达成一致，从而影响公司的后续发展带来隐患。

股东协议要对股东参与投资公司的前提条件予以明确规定，比如对于主营业务的确定，对于大股东、实际控制人、发起人的要求等，以免大股东或几名股东联合起来改变公司主营业务，或改变某些单个股东作出投资决策的前提条件。

由于董事会在公司决策中起到核心作用，董事的提名权和当选权至关重要。各位股东应当在共同投资协议中明确规定董事会候选人提名分配，并规定其他股东应在股东会上对该股东提名的董事候选人投赞成票。若该候选人不符合公司法规定的法定条件，提名股东应更换候选人提名。

股东协议要对股东会董事会的决策权限和程序、关联交易的界定、决策权限，以及关联股东和董事的回避作出规定。当然这些可以充分参考上市公司的一些规定来制定条款。

股东协议还可预设小股东退出途径和待遇。比如，股东根据《公司法》第75条的规定要求公司履行回购义务时，股权回购价格如何确定，也可规定大股东受让小股东股权的触发条件和受让价格。