

改革完善企业股本补充机制 促进中国经济持续健康发展

□重庆市人民政府市长 黄奇帆

金融是现代经济的核心。改革开放35年来,我国金融业在改革创新中不断发展壮大,为优化资源配置、推动经济平稳健康发展、促进社会和谐稳定发挥了重要作用,但也存在金融市场化程度不高、直接融资比重偏低、金融服务实体经济不够到位等问题。面向未来,党的十八届三中全会《决定》就完善金融市场体系、健全金融调控机制和监管体制提出了重要的改革举措,明确要求“健全多层次资本市场体系,推进股票发行注册制改革,多渠道推动股权融资,发展并规范债券市场,提高直接融资比重。”这些举措,指向了我国当前经济发展中一个突出症结——企业股本市场化补充机制匮乏的问题。这对于发挥市场配置资源的决定性作用,以资金流向实体经济,防止出现大面积企业债务风险,具有重要意义。

一、建立企业股本市场化补充机制 已成为一项紧迫任务

当前,我国经济发展存在结构不优、部分产能过剩、资本资金使用效率不高等问题。这些问题中,有一个突出问题还没有引起全社会的足够重视,就是我国企业股本缺乏市场化补充机制,致使企业债务过重。这是一个比政府债务更为严重的问题。目前,我国政府负债规模大体占GDP的40%—50%;而企业负债总额已达70多万亿元,占GDP的比重达130%,处于亚太经合组织国家最高区间,也高于世界成熟经济体50%—70%的水平(美国政府负债水平虽然高达110%,但企业负债率只有40%左右)。据标准普尔测算,我国经济今后五年若保持7%—8%的增长率,债务融资需求将达到18万亿美元,全社会平均资产负债率将达80%以上。这样高的负债率,发生危机的可能性很大,值得我们高度警惕,并切实加以解决。

改革开放以来,我国企业在负债经营循环反复中

发展起来,基本没有跳出“举债—扩张—再举债—再扩张”的怪圈。上世纪80年代初,国有企业负债率普遍不到20%,但经过10多年累积,到90年代中后期升至80%左右,其中国有工业企业接近90%,以至于相当一批国有和民营企业陷入资不抵债、资金链断裂的危机之中。国家不得不采取破产核销呆坏账、债转股等“外科手术”,以及通过上市公司增资扩股,将企业负债率降到了50%左右。之后10多年,由于缺乏企业股本市场化补充机制,我国企业又进入新一轮负债扩张期,微观层面表现为企业负债率一路攀高,宏观层面则是间接融资占比居高不下,商业银行信贷融资一业独大。党的十七大提出“多渠道提高直接融资比重”,本已为解决这个问题指明了方向。但之后几年,国际金融危机不期而至,我国股市受大环境影响一直低迷,企业股本融资受到抑制,信托、租赁、小

贷等“影子银行”借贷业务随之大幅扩张,年融资额从几百亿迅速增加到数万亿元。这些融通资金,对企业而言,都是债务,且利率比银行信贷高50%以上,从而使得企业融资成本越来越高、债务越来越重。这种状况长此以往,势必造成社会资金在债务链中逐利循环,不仅加剧了金融系统性风险,还给实体经济健康发展造成了严重障碍。

企业适度负债本来是符合市场经济法则的,但过度负债会增加企业财务成本,降低企业信用,危及金融安全和经济持续健康发展。党的十八届三中全会《决定》提出“发展多层次资本市场,推行股票注册制、多渠道股权融资和规范债券市场,这些系统措施贯彻落实到位,将全面形成企业股本市场化补充机制,使企业负债降到合理水平,进而形成企业发展的内生动力,使中国经济拥有源源不断的源头活水。

二、多渠道推动股权融资

怎样落实三中全会提出的“多渠道推动股权融资”?除企业利润追加投资、股票上市融资、全社会创业投资增加企业股本外,可考虑由政府设立股权引导基金(母基金),撬动国有资本、保险资金、社保资金、银行资金、私募股权基金、外资私募基金等各路资金参与,从而形成持续不断的企业股本市场化补充机制。

一是政府产业引导资金。我国中央和地方两级财政每年有上万亿元产业发展资金,用于扶持科技研发、战略性新兴产业、中小企业和现代农业发展。这些资金若管理过严,使用效率会很低,常常是一年一年地往后结转,难以有效落到最需要的企业;若管理稍有疏忽,则会造成本钱“寻租”,滋生腐败现象,也会诱发企业“骗补”行为。国际上,这类资金一般不采取补贴审批方式直接下达,而是通过专业基金公司来运作。比如,美国1958年推出小企业投资公司计划,撬动630多亿美元资本为10多万家中小企业股权融资,苹果、英特尔、惠普等全球顶级企业都曾受益于此。韩国政府2005年设立1万亿韩元投资母基金,2008年又启动新增增长引擎投资基金,今年规模达到3万亿韩元。我国也可以把这些产业资金设为母基金,通过招投标交给专业基金公司来进行投资。政府以母基金方式介入,可以明确投资方向或投资领域,但必须严格遵循市场化原则,不干预具体投资活动。基金公司从市场募集2倍以上资金,与母基金形成配套。母基金不以盈利为目的,但需要盈亏平衡,实现可持续发展。资金回收后,可继续投资到新的私募基金,如此滚动发展,

可以不断壮大。

二是国有股本投资。三中全会《决定》明确提出“以管资本为主加强国有资产监管”,这为扩大股权融资预设了一个通道。目前,我国国有资产规模已超过一百万亿元,净资产也有数十万亿元。可拿出上万亿国有资本,组建像新加坡淡马锡、美国伯克希尔·哈撒韦那样的投资公司,旗下管理若干个基金公司。它们本身不从事具体的生产经营,不靠举债发展,而是投资国有、民营、外资各领域的实体企业。这样,就会对国有资本、集体资本、非公有资本形成强大的集聚效应,从而实现混合所有制经济的大发展。

三是保险资金。按照国际惯例,保险资金可以有30%用作股权投资。我国规定,保险公司投资于未上市企业股权和股权投资基金,账面余额不高于总资产的10%,实际投入则只有3%左右。目前,我国保险资金资产余额7万多亿元,如果按照30%的投资比例,即可形成2万亿元的股权投资基金。

四是社保基金。社保基金的30%可用于股权投资,也是一种国际通行做法。我国规定,社保基金用于市场化股权投资不得超过10%,实际投入不到5%。这不利于社保基金保值增值,也不利于解决未来养老保险资金的缺口问题。我国社保基金目前有3万多亿元,如果按照30%的比例投资,即可形成1万亿元的股权投资基金。

五是银行资金。国际上,商业银行3%的资本金可用于股权投资。目前,我国商业银行资本金达8万多亿元,但在股权投资方面尚无实质行动。如果按照3%的比例,即可拿出2000多亿元,用以设立

引导基金,按1:4放大,就会吸引社会资金形成1万亿元的股权投资组合。

六是私募股权基金。目前,我国有200多家基金管理公司、上万支基金,管理资金规模7万多亿元,运作模式已逐步成熟。但与发达经济体相比,我国私募股权基金规模还很小,股本融资量也不大。一旦把它们的作用发挥出来,就可以激活银行里面的巨额居民储蓄,形成全社会海量的股权投资。国际上,发达经济体的私募股权融资与股市总市值之比一般在1:1左右,我国如果能达到这一比例,将产生几万亿乃至十几万亿的股权投资。

七是外资私募基金。目前,在全球范围内投资的外资私募基金有10多亿美元,但由于我国外汇管制严格,它们基本上没有进入国内市场。我国是全球增长率最高的国家之一,一直为境外投资者所看好。我们完全可以利用这一重大机遇,加大外汇管理体制改革的开放力度,逐步放开外资私募基金(QFLP)准入,提高其投资额度,并实行相应的用途管制,在确保不炒房、不炒股、不炒外汇的前提下,使其进入实体经济领域成为股权。这样,每年完全有可能形成几百亿美元的外资股权投资。

以上几个渠道的资金汇总起来,至少可形成10万亿元的股权投资组合,用以支持企业股本扩张。具体运作中,可由财政部等部委牵头,将政府产业类基金设为母基金,并委托给国家社保基金理事会管理。与此同时,组建6—10个投资集团,像淡马锡、香港盈富那样,每个集团掌控1万亿投资,以分散投资风险,形成合理的竞争态势,提高投资回报率。

资本市场是企业股本补充的主渠道之一。过去十年,我国股市发展不大顺利,全国GDP翻了四番,银行资产和贷款余额涨了6倍,保险余额和信托资产也涨了6倍,而券商资产总量大体没变,上证指数几乎零增长,丧失了经济“晴雨表”的功能。这种局面,既加大了企业从股市融资的难度,又使得间接融资占比居高不下而累积金融风险,还严重挫伤了民众对股市的信心。

国际上,成熟市场国家大多已建立起完善的多层次资本市场体系。比如美国呈“金字塔结构”,塔基主要是私募证券转让市场、粉单市场和场外柜台交易系统;塔中主要是纳斯达克和纽约全美证券交易所;塔尖是纽约泛欧交易所、纳斯达克全球市场和纳斯达克全球精选市场。英国则包括主板市场(伦敦证券交易所)、全国性二板市场、全国性三板市场(未上市证券市场)。历经20多年发展,我国已逐步形成了多层次资本市场体系的雏形。当前,应强化问题导向,对症下药,分类施策,确保资本市场健康运行。

第一,主板市场。2012年底,

我国沪深主板上市公司1432家,股票总市值22万亿元,占GDP比重只有40%。这一比例,发达国家的美国为1.38倍、英国为1.66倍,新兴市场的印度为99%、巴西为81%。国际金融危机发生至今,美国道指已恢复到危机前水平,并创下了新高。我国上证指数仍徘徊在谷底,A股IPO暂停至今已有一年多,何时解禁尚不明确。前几年,我国本已推出股权分置改革、海外上市公司“回归”以及金融产品创新等举措,但受制于上市公司国有企业、大型企业、传统企业较多,国有股和法人股“一股独大”,分红、退市等机制不完善,法律法规不健全等制度缺陷,股市配置资源的功能发挥不好,应当进行系统化治理。

第二,中小企业板市场。深交所中小企业板已启动9年,累计上市公司701家,股票总市值3.6万亿元,但由于上市条件基本沿用主板规则,不能满足众多成长型中小企业的直接融资需求。应当有针对性地建立适合成长型中小企业的上市交易制度,完善适合中小企业特点的并购重组、股权激励等制度安排,真正成为服务

中小企业发展的重要平台。

第三,创业板市场。该板启动4年来,吸纳上市公司355家,股票总市值1.5万亿元。其主要问题是,入市之初市盈率高、高发行价、高超募资金的“三高”现象严重,加之上市后业绩变脸、高管辞职套现、原始股东变相抛投、股价跌破发行价等问题突出,导致再融资工作受阻。应当在降低创业板上市标准、增强再融资功能、完善股权激励机制、完善退市制度等方面,建立有针对性的制度规则,更好地发挥对战略性新兴产业的引导支持作用。

第四,新三板市场。目前,新三板挂牌企业345家,总市值402亿元,入驻主办券商79家。由于受市场融资能力、流动性、转板机制、交易制度等因素制约,企业挂牌积极性总体上不高。应当通过进一步降低投资门槛,建立双向转板机制和做市商制度,让更多非上市股份制公司进入市场,提升市场交易活跃程度,使新三板成为公司治理规范和价值发现的助推器,承担起“上市预备板”的功能。

第五,区域性股权交易市

场。目前,我国有10多家区域性股权交易市场,挂牌企业3435家。由于受长期以来的行政资源垄断,区域性股权交易市场市场化程度并不高,还不能有效整合各方面的资源。应当积极探索区域股权市场发展的新模式,除了允许地方国有企业资产入市交易外,央企、民企、司法诉讼、海关罚没等资产均可入市,形成企业破产、拍卖、收购、兼并的规范化交易平台。

第六,海外上市。从上世纪90年代起,我国企业迈出了境外上市的步伐。近年来,由于国内上市融资难度加大,而海外市场审批较为简便、再融资相对容易,国内企业纷纷选择海外上市融资,香港、新加坡、纽约就是比较集中的去处。当然,随着境外上市企业日益增多,信息披露不及时充分、公司透明度不高、内控机制薄弱、企业价值被低估、境外资产流失等问题也日益暴露出来。拟在海外上市的企业应当充分权衡利弊,选择合适的上市渠道,严格履行监管义务,提高企业规范化管理水平,塑造中国企业良好形象。

四、推行股票发行注册制改革

符合我国资本市场的改革方向。从全球范围看,美、德、英、法、意大利、新加坡等国家都实行注册制,其共同特点是,股票市场化程度较高,有严格的信息披露和强有力的监督作支撑。我国股票发行向注册制过渡,有以下几个好处:一是可有效避免监管部门对股票发行的不当干预,更多让市场这只“无形的手”来选择,这是“实质性”判断,使得投资者形成“判断依赖”,弱化了投资者的风险意识。三是拟上市公司为达到上市目的,往往会充分“包装”,调优财务数据,尽可能规避发审会的前置条件,造成大量财务造假、欺诈上市等行为。四是新股发行程序繁琐,降低了新股发行的效率。五是对股票发行实行垄断管制,过度的行政干预容易产生寻租动机,滋生腐败。

推行股票发行注册制改革,并不意味着闸门洞开,任何企业都可以从股市“圈钱”,而是通过严格的事后监管和执法,给股市装上“防火墙”。目前看,应从以下三方面入手:第一,加大信息披露力度,严惩内幕交易行为。信息公开是最好的防腐剂,也是投资者作出理性判断的基础,必须严格信息披露质量,建立追责机制,落实发行人和中介机构的主体责任。对一切造假上市、内幕交易等违法行为,均应处以重罪,让任何公司都犯不起这种错误。会计公司造假,永久撤销执照;证券公司造假,打入黑名单;企业造假,给予重罚;内幕交易者,终身不得入市或判刑入狱。最高人民法院应当建立证券法庭,施以重典,杀一儆百。这方面,美国有极其严厉的塞班斯法案,违规者轻则重罚,重则入狱。

第二,完善退市机制,尤其是垃圾股该退尽退。2001年以来,我国主板市场年均退市率仅

0.5%左右,而纽约证交所超过6%,伦敦证交所超过11%,反差较大。我国这些年形成的垃圾股占1/4左右,长期处于跌破发行价的境地。对这些垃圾股,就应该壮士断臂,坚决退出,从主板、二板退到三板;三板市场还有交易价值的,限于法人之间的交易,散户不再跟进;如果这些公司不退出,就应当启动重组方式,让现在排队上市的公司700多家企业,利用这些壳资源,借壳重组上市。

第三,切实保护投资者权益,增强股民信心。完善股民投资回报机制,严格实行强制分红制度。探索建立集团诉讼、先行赔偿、上市公司退市补偿等制度,尽量减少中小投资者可能发生的损失。目前,我国建有余额达200多亿元的证券投资者保护基金,但尚未真正发挥作用,应尽快拿出具体实施办法。

第四,促进混合所有制经济发展。政府通过设立母基金引导股权投资,并非国进民退,而是国共民进,救实体经济于困难之中,对一时缺乏资本但有市场前景的企业“扶上马、送一程”。而规范健康的股票市场,就是企业发展的“加油站”和“助推器”。双管齐下,既可提升国有资本比重,增强国有经济的活力、控制力和影响力,有利于巩固党的执政基础;又能

五、改革完善企业股本市场化补充机制可产生积极效果

让具有发展潜力的企业轻装上阵,使介入其中的各种资本获得更高的投资回报,增强它们对市场的信心,找到更多、更好的投资去向。

第三,实现以增量推动结构调整。转方式、调结构、促改革,仅靠存量调整,没有较强外力介入,三五年时间难以奏效。当有较大规模的10万亿元增量注入现有40万亿元企业总股本时,结构调整就会变得更容易。一般而言,股权投资选择性强,它们会按照科学发展的要求,以市场化的运作模式,投向高效益、低消耗、有战略发展前景的项目,而不会选择过剩产能、污染企业和技术落后企业。这种市场化的资金链与创新链匹配、创新链与产业链匹配的方式,有利于推动优势企业加快发展,促进落后企业淘汰,比政府人为地调控项目投资和信贷资源更管用。

第四,促进金融系统健康稳定运行。防范金融系统性风险,只

在金融系统内部对债务融资进行管控,不从企业增加股本融资、增强信用入手,是本末倒置。向我国企业补充10万亿元乃至更多的股本金,可使全社会企业负债率降至合理水平。实体经济股本结构的明显好转,可以避免企业债务链断裂,进而避免金融信用降低甚至全局性经济危机。通过私募基金为实体经济特别是中小企业注资,将显著增强中小企业负债能力和融资能力,改变目前大量信贷资金被房地产和地方政府融资平台占用,而中小企业普遍得不到资金支持的局面,进而优化银行信贷结构,提高金融对实体经济的服务水平。

第五,投资者可从中获得更多效益。我国股权投资即便不能追求像淡马锡、香港盈富那样每年有15%的资本回报率,像加拿大、美国相关基金那样有10%的回报率,但8%以上总是可行的。政府得到的投资回报,可以作为改革

红利,更多地用于民生服务。社保、保险资金的收益,将有助于提高全民社会保障水平。全社会参与私募股权和公募市场的高投资理财,将获得比银行储蓄更高的收益。这是各方共赢,皆大欢喜。

第六,助推政府职能加快转变。将财政补贴资金由行政审批方式改为基金运作模式,将股票发行核准制改为注册制,不但能发挥市场的价值发现功能,还将大大压缩权力寻租空间,帮助政府实现“触及灵魂”的职能转变,可谓“一石二鸟”。

总之,改革完善企业股本市场化补充机制,是有效应对国际金融危机、防范企业债务风险、加快转变经济发展方式的关键性举措。可以预见,当中国企业股本结构得到根本性改善,经济持续增长的内生动力就真正产生了,中国金融与实体经济的良性循环就真正形成了,中国梦就会有更加良好的经济生态。