

# 国企混改深度决定股市上升空间

□中国人保资产公司 蔡红标

### 利益平衡是关键

顶层设计的本属政府的重要执政理念，但什么是国企混改的顶层设计却没有想象中清晰。原则性的制度是有了（是否到位暂且不论），但操作性的细则还不清楚，尤其可以自动套用的“万能公式”还没有。

前不久有人把此次国企改革比为第二次“股改”行情。我想，如果股市能出现又一次“类股改”行情，撇开经济、货币政策的基本面，国企混改能否给投资者带来清晰的正向预期是关键。股改方案的最大特点是形成了十分明确的投资者补偿机制，即非流通股股东以利益补偿方式获得流通权，实际操作中“10股补3股”是基本底线；国企混改当然不存在利益补偿问题，但需要在制度上形成清晰的利益平衡机制。十一届三中全会后农村改革之所以获得意料之外的成功，关键是把小岗村农民的经验制度化、全国化。现在的国企混改依然需要解决好国家、公司和员工三者之间的利益分配问题。如果说有什么特别之处，就是特别要解决好大股东和中小投资者的利益均等（同股同权目前还仅是法律上的），经营层如何把上市公司的利益而不是大股东的利益放在首位，以及如何在制度上规避国资代理人的道德风险。农村改革的成功经验表明，市场化经营机制是表，各方面利益平衡才是本，本解决不好，那么所谓的市场化机制一定是变质品。

### 顶层设计“细节是魔鬼”

无论是理论上还是实践中，“顶层设计”还需解决好以下问题。

第一，究竟是否大力发展“国有资产/经济”还是“国有企业”？以今天互联网思维看，就是究竟控制一个个点（国企），还是控制以国资为点的网络？看到地方政府发布的“2017年混合所有制企业比例达到70%”的豪言壮语，笔者认为，这带有计划经济思维特点。大力发展公有制，首先应该体现在确保国有资产达到市场平均水平以上的增幅，如果达不到，就应该学淡马锡以股权投资来扩大国有

□中国社科院世经政所助理研究员 吴国鼎

十八届三中全会改革决定将发展混合所有制作为国企改革下一步重点。在这一政策背景下，中央以及地方各级国资监管部门也出台了相应措施，并已尝试在部分企业进行混合所有制改革。对于如何进一步发展混合所有制，现阶段还存在着一些争论，就作为当事方的国企和民企来说，也是各有顾虑。民企担心，如果其在混合所有制企业中不能控股，那么其利益会得不到保证。甚至有民企提出，如果其不能在混合所有制企业中控股，就不会参与。而国有企业则担心，如果其不能控股，则有国有资产流失的嫌疑。推行混合所有制不能一哄而上，更不能搞运动，而是一定要稳妥地有步骤地进行。这其中关键是要坚持以市场化为基础来进行。具体来说，在实行混合所有制过程中要在以下几个方面实现市场化。

一是选择实行混合所有制改革的企业或者投资项目的市场化。虽然实行混合所有制对国企改革是有利的，但是不是所有的国有企业都有必要实行

□中国政法大学资本研究中心主任 刘纪鹏

为解决地方债务问题，除了要增加公开透明的融资渠道，还需借助股市发展。

上海、浙江、广东、深圳、江苏、山东、北京、江西、宁夏等地已开始试点地方政府债券自发自还。当前地方政府在高速城镇化中需大量的资金，允许其自行发债可以说是一条阳光大道。这一举措向地方债务打开了正规融资渠道的“前门”，无疑将有助于地方债务从隐形走向透明。但笔者认为，解决地方债务问题，除了要增加公开透明的融资渠道，还需借助股市发展。因为打开了地方融资的阳光大道并不意味着就能堵住地方借债的“影子通道”。若要关好无序存在的违规举债这扇“后门”，需改善当前扭曲的投融资结构，打开股票牛市大门，吸引资金离开“影子银行”进入股市。

最近一个阶段，国内股市显得分外活跃，这自然由多种因素引致，但最大推动力是市场对改革的期待，尤其是国企混合所有制改革最得人心。军工注资、信息安全等本质上仍是改革具体成果体现。虽然国企改革不是新话题，混合所有制也不是新概念，但经济领域的改革深水区目前突出地体现在国企改革能否真正见成效上面。

资产的影响力。因此，如何实现国有资产合理配置且效益最大化，是本次混改的首要目标。其次，审慎解决好混改过程中的对价问题。仅仅资产评估还不够，关键是针对不同行业要有明确指引，如果价格过低，无疑会出现“国资流失”的风险；如果价格过高，那么市场就有着“高价套现、套牢民资”的担忧。再次，混改成功后，如何解决好资源注入问题也很重要。过去，因为国有独资，所以国家把重要的资源注入国企，混改后政府能否一如既往地予以支持、以什么价格支持就很重要。我的理解，成功的混改本质上就是国家的优质资源在市场化经营机制下的效益最大化。但是，这并不容易：一方面混改后需要政府减少干预，另一方面又希望政府注入优质资源，表面看是“既要马儿好又要马儿不吃草”，但这个矛盾解决不好的话，那么国企混改很难说成功。

第二，如何理解绝对控股？据悉目前监管层把央企分为三类：公益保障型、特定功能型（服务国家战略、保障国家安全）、商业竞争型，针对不同类型提出不同的混改方案。个人认为，企业就是企业，是以盈利为第一目标，即便是公益也可以市场化。美国最大的军工企业就是私营/民营企业，但这不影响美国军事力量的强大。至于竞争性行业，国家控股的目的是为了什么？如果现在或未来还有资本家囤积货物、抬高物价，完全可以祭起反垄断的大旗。是确保国有资本绝对控股还是一股独大？例如，中国石化销售公司新引进的25家投资者中，中国人寿、中国人保难道不是国有资产？因此，可以强调国资绝对控股，甚至有必要达到2/3强，但不必强调单一股东占比51%。笔者认为，绝大多数公司中，第一大股东不超过49%，更有利于市场

## 混合所有制的三个市场化

混合所有制？是不是国企集团中的所有业务领域都需要实行混合所有制？是不是所有国企现阶段都可以实行混合所有制？显然不是。须知，实行混合所有制只是手段而不是目的。实行混合所有制的目的是提高国企竞争力，促使国企保值增值，也使各种所有制资本取长补短、互相促进、共同发展。如果不能达到这个目的，就不要急于实行混合所有制。不能为了混合而混合，否则反而会带来适得其反的后果。

从国家安全来看，涉及国家安全的国有企业现阶段就不适合实行混合所有制，只可以采用国有独资的形式。还有一些国有企业，在集团母公司层面就不适合实行混合所有制，这些公司有上万亿的总资产，对于民营企业来说，资产规模太大。但是这些企业的子公司层面，或者一些投资项目则可以实行混合所有制。还有一些行业，现阶段实行混合所有制的条件尚不成熟。这些行业市场发育程度还不完善，或者由于国家特定行业政策的限制，因此也不适合实行混合所有制。还有一些国有企业，存在一些暂时没有解决的特殊问题（如存在法律纠纷、职工权益保障等历史遗留问题），如果这些问题还没

## 借路股市规范地方债

地方债的问题主要就在于其不公开透明，易不受约束地自我膨胀，这是由于地方债中很大一部分游离在监管之外。当前地方政府债务性资金的主要来源有两种途径：第一种主要是地方融资平台的银行贷款，发改委批准的如中期票据和公司债券等各种债券，这一途径受到了国家的严格监管；第二种是“影子银行”渠道，属于不在监管范围内的灰色地带。

而近几年地方债的资金来源愈发向“影子银行”倾斜。根据审计署公布的结果，银行贷款占地方债余额比例从2010年底的79%降至2013年6月的57%。而与此同时，信托融资、BT（建设—移交）等“影子银行”占地方债余额比例剧增。按照2013年6月地方债17.9万亿元规模算，“影子银行”占地方债余额29%，为地方政府提供贷款超5万亿元。

从融资平台贷款到信托计划，资金似乎总可以找到途径流向地方政府。换句话说，对于地方政府

机制发挥效用。如果中小股东合计持股不足三成，那么均衡的法人治理结构就需要特别制度设计，否则很多时候会发生扭曲。笔者曾担任多家国有控股金融公司的董事，但在董事会上除了举手外甚至没有发言权。因此，相对均衡的持股架构也许是本次混改可以参考的模式。

第三，如何解决国企领导的行政级别问题？笔者建议，一是大股东（集团）党委直接管理混改子公司中属于集团公司管理的干部及对其的任免建议权，混改子公司党委对前述“党管干部”有着监督权；二是集团公司按照股权比例行使大股东权利。混改后公司董事会具有《公司法》所赋予的对公司高管的任免权；混改子公司的经营权由经营班子办公会议议决，重大事项提请董事会审议。如此，则混改后企业的高管是否有行政级别就不是什么问题。

第四，股权激励和员工持股问题。如果员工愿意与其他中小股东同价购买，则应该予以支持，但股权激励需要进行制度完善。现在的方案往往是对经营层的单向激励或锦上添花式的奖励，达不到目标的最大后果只是不享受激励。如果没有对经营层完不成业绩的处罚机制，那么这样的激励最终是无效的。

### 良好预期是推动股市发展基础

国企混改之所以与股市发展高度相关，是因为目前43%的上市公司仍属国有控股。改革红利转为股市推动力，最基本的一条就是建立完善、透明、易懂的制度。

第一，透明、及时的信息披露。现在，国资委已经确立了中粮集团、中国医药集团、中国建筑材料

有解决好就会促实行混合所有制，就相当于把包袱留给了混合所有制企业，也容易产生问题。

因此，选择实行混合所有制的企业时，不能拍脑袋，不能依靠行政命令，而是必须要通过市场化来选择。要选择确实有必要实行混合所有制而且民营企业愿意参与的企业或者投资项目来实行混合所有制。

二是选择合作对象的市场化。国企实行混合所有制应该和哪些民营企业合作？这是一个最难解决的问题，如果处理不好会导致混合所有制改革失败。对于如何选择合作伙伴，国企方面也存在一些顾虑，如果选择的合作对象不合适，或者在合作过程中出现了失误，则国企领导人有使国有资产流失的嫌疑，甚至有可能要承担责任。当然，我们不能排除某些国企领导人在选择合作伙伴时，选择和自己私利有关的民企进行合作，借实行混合所有制为名谋私利，侵占国有资产。在实行混合所有制过程中，国企或国企管理机构，不能为了混合而混合，进行拉郎配，把不适合作为合作伙伴的各方硬是拉在一起，让其混合。如何解决这些问题？市场化是最好的途径。国企把将

集团、国家开发投资公司、中国节能环保集团、新兴际华集团等六大央企作为第一批混改试点，但如何试点现在还不清楚。同时，有关十大军工企业集团的重组更是引起投资者的高度关注，但這些上市公司究竟如何重组也不清楚。有鉴于这些重大信息对股市的影响，笔者建议，这些国企混改概念的上市公司今后在其每一期的财报（至少年报、中报）中，应增加一个专门披露其大股东是否有重组或如何重组的原则性方案，例如是集团优质资产注入、引进民营资本（包括大致比例）、拟或让出大股东“宝座”（如中体产业大股东那样的“告白”）、管理层收购等。可以不是非常具体，但最好有个倾向。当然，即便是已公布的方案，也是可以改变或者说多方并举。如混改的同时可以实行员工股权激励。特别是，如果同属一个实际控制人/中央企业集团中的一家上市公司已经推出了混改/重组预案的话，那么其实际控制人更有义务对其下属其他公司的混改计划予以说明，以正视听。当然，也可以原则性地表明未来3-6个月没有重组意向。这不是形式主义，而是必须在制度上防止浑水摸鱼。另外，部分央企不是上市公司，但监管部门依旧可以“指引”央企（作为上市公司的实际控制人）公布其简要的分类资产的营收数据。

第二，对于说话不算数的央企，监管部门应该有一定的制度约束。交易所可以发布强制命令，冻结其股权流通权或大幅延长锁定期；监管部门还可以冻结其融资权，不接受其重组申请等。甚至，对于蔑视监管权威的“强力”机构或公司，证券监管部门可以拒绝审批其下属公司或与其持有5%以上的关联企业上市申请。证券监管部门可以尝试责令这些上市公司及其大股东接受中小投资者的现场质询。上市公司应全文披露中小股东在其年度股东大会上的问题，及机构投资者在所谓的联合调研上的问题和答复要点。

最后，股市目前的大好形势实际上是以过去4年的熊市为代价。必须明确的是，目前的股市仍属于斜坡上的起飞。如果国企混改最终有着清晰可见的方案、良好的信息披露和市场监管机制，那么在改革红利的推动下，中国股市的大好形势完全可以穿越经济面的“三期叠加”而走出一波“非主流行情”。

要实行混合所有制的企业或者投资项目公布于众，制定统一规则，照章行事，让有意参与合作的民营企业公开、公平竞争。在选择过程中实行公开透明，让一切都在阳光下运行。这样，一方面会使国有资产流失、民企资产被侵吞等各方的忧虑，在一定程度上得到缓解；另一方面，由于各方的合作是基于自身利益基础之上的自愿的合作，合作的目标准明，激励机制也到位，混合企业就容易经营好。

三是聘用混合所有制企业管理人员的市场化。实行混合所有制的项目确定了，合作对象确定了，谁来经营混合所有制企业？必须打破原有的人事管理体制，通过市场化来选择经营混合所有制企业人员。行政委派式的企业领导选拔机制会使混合所有制企业面临着换汤不换药，走国企改革老路子的危险。要从市场中选拔经营人才，对其实行市场化的待遇和人事管理制度。具体到如何落实这一点，那就是要健全混合所有制企业的股东会和董事会，真正让企业股东会或者董事会来聘任企业管理人员，而不是由国企集团母公司或者监管机构来决定或者任命。

资规模有限，往往不能满足地方政府资金需求。

要从根本上关闭上述监管之外的资金渠道，需要设法让资金主动撤离它们，这就需要发展其它有吸引力的资金投资渠道。而其中主要且可行的方法即提振当前惨淡的股市。

一方面，当前资金投资渠道过少，致使民间资金扎堆银行理财产品等领域。股市的提振无疑能吸引资金，增加经济中直接融资规模。另一方面，提振股市可以扩大民间投资规模，转变政府融资推动的经济发展模式。这也将改善地方政府事权范围过宽、保持经济增速任务过重的局面，反过来减小地方政府举债冲动。

当前应利用有资金、有项目、有市场的大好机遇，坚决有力地扩大直接融资，振兴资本市场。这将有助于降低地方政府的举债冲动，关闭不规范的资金融通渠道，使地方政府债务在阳光下健康发展。

## 香港新一轮楼市泡沫已经生成

□上海易居房地产研究院副院长 杨红旭

香港房地产市场是全球楼市中的一个传奇，1100平方公里的弹丸之地，上演了无数疯狂与悲惨的楼市故事。二战以后60多年的时间内，香港共计爆发了七次楼市狂潮，频率之高频，周期特征之鲜明，世界少见。不妨回顾一下香港楼市的翻腾史。

第一轮上涨：1946年-1950年。二战导致香港建筑损坏严重，同时战后人口大增，结果导致房屋荒废，地价和租金飙升。相对而言，房价涨幅较地价有租金较小，主要是因为当时购买力不足，且房屋买卖以整栋为主，有财力的买主极为有限。直到吴多泰和霍英东两位地产先行者创立“分层出售”和“分期付款”模式之后，房屋交易量趋于大增。1950年由联合国对内地实行制裁、禁运，香港转口贸易一落千丈，经济萧条，房地产市场受到波及。

第二轮上涨：1953年-1957年。香港经济恢复，并开始向工业化转型，房地产市场趋于活跃。另外，旧城改造的大力推进，以及分层销售和分期付款的推广刺激了需求。主要商业区地价不到一年涨幅超过100%，此时市民收入水平普遍不高，楼价涨幅远小于地价。其后，由于政府管制炒楼花行为，加之物极必反，楼市由热转冷，1958年房地产价格大跌。

第三轮上涨：1960年-1965年。工业化快速推进，作为“亚洲四小龙”，香港经济开始起飞，人口快速增长至300万人，居民收入大增，国外资金大规模进入。在这种背景下，1960年楼市又开始繁荣起来，地价、房价和租金大幅飙升。1965年，由于爆发银行信用危机，银行紧缩信贷，需求萎缩，房地产市场严重供过于求，房价暴跌，许多地产公司倒闭，出现很多烂尾楼，这是战后香港房地产业出现的较为严重的一次危机。

第四轮上涨：1968年-1973年。香港经济复苏，产业结构开始转型，旅游、金融和商贸等行业迅速发展，大量热钱涌入，政府启动新市镇开发计划的实施，1972年制订“十年建屋计划”，这些因素促使楼市回暖，繁荣，房价和租金飙升，炒卖楼花现象严重，开发商捂盘惜售。股市和楼市都弥漫着浓厚的投机氛围，狂热到失去理性程度，泡沫随时破灭，危机一触即发。1973年，股市泡沫破灭，楼市也随之崩溃。

第五轮上涨：1976年-1981年。石油危机过后，经济迅速复苏，香港国际金融中心城市地位开始确立，大批国际金融机构、跨国公司纷纷来港设立分公司。同时，内地实行对外开放政策，在邻近香港的深圳、珠海设立经济特区，长江实业、新鸿基地产等一批地产巨头崛起并上市。地产市场迅速复苏，繁荣，并于1981年达到高峰。随后而来的世界经济危机，影响了香港经济，楼市快速由热转冷，连跌三年。

第六轮上涨：1985年-1997年。港币随美元一同贬值，银行放松了按揭贷款条件，利率水平降低，甚至出现了负利率，刺激了投资需求。在这一长达13年的房价上涨过程中，曾在1994年出现一年左右的短暂下跌，但长期持续大涨，终于吹出香港史上最大的房价泡沫。1997年相比1985年，香港私人住宅价格指数暴增七倍，房价涨幅超过了上世纪80年代的日本。然而1997年，亚洲金融危机爆发，东南亚、东亚各国金融、经济、楼市、股市皆受到重大打击。香港房价在1997年三季度达到高点，其后快速下滑。1998年暴跌，1999-2003年跌幅收窄，但下跌持续5年，跌幅超六成，是香港楼市发展史上最惨重的一次。2003年房价最低速时，香港曾一度有10.6万宗房屋成为负资产，“百万负翁”不算稀罕。

第七轮上涨：2004年至今。2004年香港楼市开始复苏，同时期美国、欧洲、中国内地楼市皆处于快速上涨期，这也鼓励了香港楼市上涨。之前十年，政府基础设施投入多，城市交通大改善，加上内地开放对香港自由行，香港商业景气度明显提升，工作机会增加，居民收入持续提升。2008年之后，香港住宅供应量偏低。金融海啸后，全球持续采取量化宽松政策，热钱涌入香港，港元利率与美元同步，维持于极低水平，导致楼市投资需求大增。另外，内地投资客大量涌入，也成为推高香港房价的重要力量。

2009年后，香港房价加速上涨，私人住宅价格指数于2010年11月刷新1997年高点。为了抑制投资炒房需求，政府推出了额外印花税，买家在半年内转售房屋，税率为15%，半年至一年之间转售则为10%，一年至三年之间转售则为5%。2012年10月政府再度痛下狠手：所有非香港永久居民、所有香港和外地产生的公司购买香港住宅时，除缴付一般印花税，还需要缴付15%的买家印花税，还将额外印花税的税率提高了5个百分点。2013年2月，政府又增加印花税，其中200万港元以上住宅，印花税全部加倍，最高税率达17%，只有香港永久居民且为首次购房，才可豁免加税。其后市场降温，成交量大幅收缩，房价也出现小幅的回落。

但是，从2014年5月开始，香港住宅成交量明显反弹，7月份，成交数为7792宗，明显超过过去两年的月均水平，回到了2012年四季度的水平，但仍明显低于2011年上半年的成交水平。与成交量相适应，香港住宅价格自2014年5月开始上涨，7月份已超过2013年初的高点，再创历史新高。

近几个月，国际热钱重回香港，香港股价再创近几年新高，楼市亦价量齐涨。当前，这新一轮的楼市泡沫已经生成。拿香港九龙40平米以下户型的私人住宅成交价（单价低于大户型）来看，今年二季度均价为10万港元，相较2003年（上一轮房价调整的谷底）的2万港元，暴增400%。应看到，香港楼市泡沫破裂还需一个外部条件：美联储退出超宽松的货币政策，因为香港货币政策跟随美国。今年以来，虽然美国仍实行超低利率，需要加息几次之后，才会显著传递至香港货币面。另外，今年7月开始，热钱突然大量流入香港，助推了香港楼市和楼市，但热钱来去匆匆，香港楼市泡沫难以长期靠此支撑。当前美元上涨强劲，未来全球热钱回流美国是大趋势。因此，今年二季度尽管香港楼市重新反弹，但难以持久，未来几年的大趋势仍然是震荡向下。