

# 着力推进“企业政府双到位”的投融资创新

□华夏新供给经济研究院院长 贾康

在经济社会中,资本作为重要的生产要素,必须活跃、流动,和其他的要素相结合,支持经济总体发展。在“新常态”概念之下,在“打造经济升级版”的过程中间,资本和投融资显然要展现它们的亮色。中国在投资方面的关键问题,不在总量和增速,而在结构、质量和综合绩效。这个核心观点的政策含义就是着力推进投融资创新。企业在投融资创新里应是主角,但我们更推崇的是“企业、政府双到位”,双方各尽其责,形成合力,追求共赢。

## 建立“聪明投资”机制

我所在的“新供给”经济学研究群体,已经提出了一个思路性的建议:面对新常态应把随阶段转换而体现的“中高速”运行特征,以及其追求优化结构、提高增长质量的必然诉求,结合创新驱动,对接增加有效供给的选择性“聪明投资”机制。

我们所说的“聪明投资”,首先关于现在社会上存在对投资的误解。比如,有观点认为,简单地减少投资在整个经济生活中的比重、降低投资的增速,就实现了我们的“升级版”。现实并非如此。我们必须强调,中国在投资领域的关键问题其实并不是总量和增速,而是结构、质量和综合效益的问题。在机制优化基础之上的高明投资决策和行为,在从当下到未来的一段时间里,有非常重要的核心意义。这样的“聪明投资”是释放潜力、增加有效供给的,会助力于企业和政府在分工协作过程中间、在推进全面改革的平台上,有效地地稳增长、优结构、护生态、惠民生、防风险。面对实际经济生活,当下特别需要以“问题导向”来补短板、扩景气、增后劲。“聪明投资”这个理念更多强调的是我们的市场主体在资源配置中发挥“有效市场”决定性作用机制并与“有为政府”结合,按照现代国家治理要求,更充分地释放潜力,激发活力认识,适应和引领“新常态”。

在进入新常态过程中,投资对象、投资机遇仍大量存在,以财政和货币政策作为政府有效、有为的政策工具来支持这样的“聪明投资”,其空间也是相当可观与可贵的。比如,中国总体公共部门负债率2013年为40%左右,和欧盟签署“马约”所划出的60%的预警线还有约20个点的空间。我们如果在这里边用10个点——往前看,未来几年之内如果把这个空间用起来,逐渐提高10个点,显然还是在安全区之内,那么这一公共部门与市场对接的发债规模是多少? 6.5万亿元到7万亿元以上,几年累计的发债规模增量则在14万亿元以上。“聪明投资”就是政府部门一定要以自有资金拉动社会资金、民间资本,形成一合股方,形成一种民间资本更活跃地起作用,而政府给予必要的政策引导,支持总体结构优化的投资。

## 处理好直接融资和间接融资关系

从间接融资来看,我们应如何让它发展得更好? 中国的间接融资比重非常高,但是我们也遗憾地看到,这里面缺少中小银行、中小金融机构的活力。国际经验反复证明,间接融资的发展一定要大批中小银行、中小金融机构,它们与中小企业互动式地在间接融资中对接。决策层正在积极考虑和推动一大批中小银行成长、涌现出来,包括村镇银行、社区银行等。在这样的发展过程中间,也可以催生其他更丰富的小金融机构形式。

推动融资创新的重要方面,是大力发展直接融资。改革创新过程中,就是要直接融资开局、破局,然后要积累经验 and 推进。经过这么多年的发展,我国直接融资市场仍然有巨大的发展空间和潜力,而现在提升直接融资比重方面也已经越来越清晰的共识。我们应该在全面改革新时期结合金融改革其他一系列事项,使我们的资本市场更健康、可持续地发展。中国股市为代表的资本市场正在告别漫长寒冬而迎来明媚春天,但我们必须配合经济总体进入新常态的演变,在资本市场上通过种种努力,让市场充分起作用的同时加入必要的政策引导,争取实现股市持续发展的“慢牛”,而千方百计防止那种大起大落的“疯牛”。这当然是新常态之下我们直接投融方面必须注意的非常重要的一个视角。债券市场的发展也有广阔的空间,需要积极稳妥运用这个空间。

## 融资创新机制应结合中国特色

还有第三个视角,就是融资机制的创新。我认为现在这方面风生水起的一些新事物,值得特别重视,密切关注。企业界已注意到硅谷经验中对于创业和高科技起到莫大作用的风投、创投、天使投资,现在又越来越多形成“互联网金融”、“众筹”等很有冲击力的创新。同时,还有一种多主体配套的产业基金和带有所谓“后硅谷时代”特征的政府介入,如政府引导基金等。美国硅谷经验大家都想学,但复制成功的还很少。我们作为追赶者,是不是可以在借鉴方方面的启示之后,结合中国的实际情况,积极有为地去加入政府引导基金的作用? 这种引导基金绝对不可大包大揽,但它应在风险共担的

情况下追求政府有限介入后财政资金的乘数效应和示范引导作用,支持超常规发展战略。我觉得这方面显然需要在“新常态”的投融资里进行积极探索。

当然,必须看到“互联网金融”、“众筹”等概念的探索,与第三次产业革命结合在一起,预示着一个新的广阔天地有望打开。现在虽不敢说这方面就一定能够发展到什么地步,但我们已经看到互联网对接以后的行业发展,已经出现了出人意料的兴旺局面。目前中国互联网方面已经出现了一些具有突破性的企业,至少现在我们看到了走在前面的一些具体案例。在这方面显然我们可以更有信心地“引进、消化吸收、再创新”。企业家对融资创新方面的很多机制可能最有发言权,因为他们在一线观察市场、体会市场、抓住机遇,在这方面可以大胆地、同时也审慎地掌握自己具体的生产经营战略和策略。

## 探索健康可持续的政策金融体系

在政府的视角上,政策性融资是一个不可回避的大问题。在“三步走”而走向中国梦伟大民族复兴的通盘发展战略里面,投融资不能只依靠商业金融,一定还要有政策金融的通盘考量。十八届三中全会给出清晰的信号,政策性金融和开发性金融又写入了“六十条”文本,这是在两次中央金融工作会议给出了关于政策性金融的一些调减、“转制”方针之后,又有了非常清晰的政策指导。中国要实现“后来居上”的伟大民族复兴,没有政策性金融和商业性金融健康、可持续地匹配,是绝对不行的。这应是一个在战略层面首先要确立的基本概念。

必须继续运用以财政资金为后盾的政府贴息、政府支持的政策性信用担保,以及这种信用担保和商业性信用担保之间的合流互动,政府还应在产业基金、引导基金方面有一些合理作为。长三角已有很好的经验,比如过去财政年年要出钱支持小型科技企业创新活动,这是工作成绩必须要考核的企业,但年年出去的钱是“撒胡椒面”式的,是所谓“消耗型”的,出去以后很难追踪绩效,成了“处理关系”的一种不规范的状态。在长三角出现了政府主动提出财政资金“消耗型”变成“循环型”的案例,政府以产业基金的方式入股,而且入股是不要求分红的,财政的钱由消耗型变成循环型,拉动民间资

本一起合作。民间资本的股东看到这样一个情况,认为降低了风险预判,便更积极地进入,然后运用金融工程、专业知识和市场对接设计金融产品,以规范的项目遴选、决策机制支持原来无望得到融资支持的一批小型科技企业的投资。我们虽不能也不应保证这种政策性金融支持的每个项目一定成功,但是不在探索中发展健康可持续的政策金融体系,是不符合中国现代化战略客观要求的。

## PPP投融资模式大有可为

还有一个非常重要的视角是PPP投融资(过去翻译为“公私合作伙伴”机制,现在意译为“政府和社会资本合作”机制)。PPP在中国大有可为,我们把它评价为制度供给的伟大创新。我们认为当下中国需要强化增加有效供给的“聪明投资”,PPP就应是这样一种融资、投资,而且从这种投融资模式的创新可以上升到管理模式、治理模式创新的高度。PPP创新可产生五个方面的正面效应。

第一,中国面对城镇化、老龄化,未来几十年发展中,天文数字的政府资金支出压力必须找到机制来加以化解。静态算账也要几十万亿元的相关基础设施、公共服务投入,事关政府能否胜任其应履行的职能,必须以PPP将业已雄厚的民间资本拉入公共工程的投融资,并结合多样化市场融资工具,对于政府更好地发挥作用显然十分关键。

第二,对于公众来说,对于投资领域里一些起支撑作用的基础设施、公共工程、公共服务等,包括医疗、教育、养老等等所需的公用设施等,PPP所形成的供给并不是简单地把各方的财力合在一起提供项目,而是一种绩效升级版的打造。因为几方合作是“一加一加一大于三”的机制,是让政府、企业、专业机构等的相对优势形成合力,去对付项目中间各种各样的风险,降低总体的风险,而提高整个项目建设、运营和服务的水平。

第三,使一批偏好不是倾向于做风投创投,而是愿意和政府合作锁定未来较长时间段、有不很高但可接受的投资回报收益的资本和企业,可以找到自己进一步生存和发展的空间。事实证明,有这种偏好的资本和企业为数可观,锁定这么多年可接受的投资回报后,企业家可以有更多精力去做别的事情。所以PPP也为企业

作为市场主体更好发挥投资主体作用、发育现代市场体系和使企业家能有多方面潜能的更好利用,提供了一个很好的平台。

第四,PPP有助于混合所有制改革推进。过去中央已在现代企业制度代表形式——股份制的推行方面表述为“公有制的主要实现形式”,但实践中仍未消除“国有股一股独大”和民营企业有了前后两个“三十六条”但仍冲不过“玻璃门、旋转门、弹簧门”的纠结。股权结构演变是“国进民退”,还是“国退民进”? 现在应淡化这种贴标签式的无谓争论,还是应该寻求在现代国家治理里的多赢、共赢。“六十条”把混合所有制表述为“基本经济制度的重要实现形式”,主打的就是最大包容性地使一个个企业按照标准的股份制在法治化背景之下得到产权保障,在可预期的情况之下,把不同的股份充分地混合起来。而PPP与混合所有制对接,就是有这样这样一个天然地会矫正国有股一股独大偏好的这样一种机制,政府越是以较少股本调动较多民间资本合作,越体现其工作成绩和水平。

第五个正面效应,PPP显然和十八届四中全会全面推行依法治国的基本精神对接。要发展PPP,不可能一哄而上,首先要法律先行,要推崇和实现全面的法治化建设。依法保护PPP的稳定性和各方权益,可以结合培养契约精神、诚信意识、专业素质,助益于全民认同现代文明中寻求共赢和合作中的“最大公约数”。政府、企业和专业机构之间,要参与PPP没有妥协根本不可能形成合作协议。因为这是一个政府放低身段以后,和其他参与各方平等地达成协议,以契约形式来实施的项目建设。显然PPP对于法治民主的催化作用弥足珍贵。

在机遇存在与展现的同时,投融资创新正面临着一系列新的挑战。我们现在要对接全面小康和2050年现代化伟大民族复兴的奋斗过程,当然应该在投融资领域里面高举改革旗帜,有所作为地让市场发挥资源配置决定性作用,优胜劣汰地打造经济升级版,同时使“有效政府”发挥应有的作用,使我们从草根层面、企业创新层面更多地涌现出来的智慧、潜力和活力,合成一种使整体投融资和金融体系服务于实体经济升级换代的新局面,使金融多样化对应各种投融资需要的境况,而且能够可持续地地控制风险,使政策性融资在体制创新基础之上体现出应有的“赶超”作为。这一投融资创新大方向,值得我们去共同努力。

# 规范市值管理行为 发挥市值管理正能量

□上海证劵交易所资本市场研究所 潘妙丽

自新“国九条”提出市值管理概念后,上市公司市值管理的热情被极大激发,不少上市公司通过跨界转型、拥抱互联网、设立并购基金、定向增发、推出股权激励、员工持股计划、承诺高送转等市值管理手段推动了公司市值的快速增长。但与此同时,随着市值管理财富效应的显现,各种打着市值管理旗号从事涉嫌虚假陈述、内幕交易、操纵市场的行为开始暗流涌动,或冲破政策底线,或游走灰色地带,严重背离了新“国九条”出台的初衷。为此,进一步明晰市值管理的目标和内涵,澄清市场对市值管理的认识误区,对倡导树立正确的市值管理理念、促进上市公司建立规范的市值管理制度、提升中国资本市场的股东回报具有重大的现实意义。

## 历史背景催生市值管理的时代需求

新“国九条”提出鼓励上市公司建立市值管理制度,具有深刻的历史背景。因此,正确理解市值管理的概念和内涵,必须将其放置于我国资本市场发展的整体脉络当中,深刻洞悉中国股市特定的历史背景,统筹研判、审慎对待。我们认为,正是中国股市特定的发展历程催生了市值管理的时代需求:

一是我国上市公司缺乏市值管理的内生动力。我国股票市场成立之初,肩负着保护国民经济支柱产业不受外资冲击的历史使命,国有股、法人股等作为非流通股不能上市流通,形成了非流通股与流通股并存的股权分置局面。占有控制权的非流通股股东利益由于不受股票交易市场价格变动的影响,注重的是公司利润的最大化和净资产的增值,而不关注市值。股权分置改革完成后,上市公司的股票实现全流通,市值表现与大股东的经济利益密切相关,上市公司追求的目标逐渐由利润最大化转向公司价值最大化。然而此时,尽管大股东和中小股东的利益一致了,但掌握经营权的公司管理层却由于缺乏市值考核和股权激励,与大股东、中小股东的利益未能有效绑定,市值不是其关注的重点,而更关

注工资、奖金及在职消费等隐性报酬,因此仍然缺乏市值管理的动力。

二是我国股市“牛短熊长”及“暴涨暴跌”特征明显。我国股票市场是在行政主导基础上快速发展起来的,“新兴+转轨”特征非常鲜明,同成熟市场相比,我国股票市场在支撑市场健康运行的基本逻辑方面都还有所欠缺,因此呈现出与海外成熟市场“牛长熊短”及“慢牛”截然不同的特征,集中体现为“牛短熊长”和“暴涨暴跌”。统计显示,我国股市自1990年开市以来,上涨年数与下跌年数大致相当(上涨与下跌年数分别为13与11),特别是2001年以来,下跌年数显著超过上涨年数(上涨与下跌年数分别为5与8)。投资者账户数据显示,2004年-2013年间,投资者整体盈亏程度波动较大,特别是2006年-2009年这四年,盈亏幅度超过50%。

三是我国资本市场缺乏长期稳定的回报机制。长期以来,我国资本市场没有建立稳定的投资者回报机制。主要表现为回报方式单一、现金分红比例低、可持续性差、集中度高等问题。特别是业绩成长、市值增长等回报股东的方式尚未成为市场的主流。数据显示,我国上市公司2001年-2013年间,EVA回报率为正值的公司比例逐年下降,这说明公司创造的价值未能弥补投资者投入的成本,投资者不但没有获得回报,反而价值受到了损害。在这种情形下,容易引发投资者之间关系变成争夺短期资本利得的博弈,市场演变成一个“零和游戏”。考虑到交易成本和持股成本较低的大小非减持等因素,市场整体上是一个“负和游戏”,大多数投资者亏损难以避免。

## 科学审慎地界定市值管理的概念

由于市值管理属新生事物,市场对其并无统一的定义。目前,比较普遍的做法是将其理解为上市公司基于公司市值信号,有意识和主动地运用价值经营方法和手段,以达到公司价值创造最大化、价值经营最优化和价值实现最大化的战略管理行为。但这种理解过于泛化,容易将市值管理作为一个“概念筐”来囊括上市公司所有预期或实际影响股

价的实践,甚至将市值管理简单地理解为拉升股价。典型如定价管理、股价管理、交易管理等,其基本模式是事先设定未来拟达到的市值并由此确定股价目标,再采取措施在市值进行股价运作,更有甚者,以市值管理为名,进行概念炒作、股价操纵等“伪市值管理”行为。例如,证监会于2014年底宣布立案调查的18只涉嫌市场操纵的股票中,就有部分涉嫌“以市值管理名义内外勾结,通过上市公司发布选择性信息配合等新型手段操纵股价”等行为。

针对上述情形,监管部门亟需对市值管理的目标和内涵进行合理的界定。综合新“国九条”提出市值管理的背景以及中国股市发展的历史和现实需要,我们认为,现阶段,市值管理应当达成三个递进的目标:一是通过引导上市公司建立市值管理制度,促进上市公司股东及管理层关心股价,以解决市值管理的动力问题;二是在股价偏离内在价值时,鼓励上市公司运用恰当的市值管理手段,引导股价合理回归内在价值,以此发挥市值管理的纠偏作用;三是通过市值管理抑制非理性波动,建立长期稳定的回报机制,以此完善证券市场的基本功能。

在上述目标设定下,市值管理的概念应当作“去泛化”理解,即尽量缩小市值管理的边界。例如,可将市值管理界定为以公司创造价值、股价合理反映内在价值、投资者分享价值为目标,建立公司股东、管理层与投资者市场化约束机制和利益协同机制,健全资本市场功能的一项制度安排。同时,明确市值管理的根本是价值创造和提升企业的长期竞争力,强调上市公司在市值管理工作中应厘清市值管理的误区,注意边界与底线,防止市值管理概念被泛化和滥用。

这里,需要特别指出的是,股价合理反映内在价值是市值管理的目标之一,但不能简单地将其理解为做高股价、做大市值。“合理反映”的过程是双向的,既可以是提高低估值股票的价格,也可以是拉低被高估值股票的价格,最终目的是使“白菜价”的股票卖出“白菜价”,“白玉价”的股票卖出“白玉价”。市值管

理需要承载起对市场的纠偏作用。

## 打击不当市值管理行为 发挥市值管理纠偏作用

当前,推进上市公司开展市值管理的主要困难,在于市场尚未对市值管理形成统一的认识,导致市场中滥用市值管理的现象较为严重,不仅制约了市值管理正面效用的发挥,也为上市公司市值管理的监管工作带来了挑战。因此,为进一步规范市值管理行为,发挥市值管理的正能量,我们认为监管部门应继续做好以下几项工作。

一是出台市值管理相关指引,引导上市公司树立健康的市值管理理念。市值管理的主体是上市公司,市值管理工作应当是上市公司的一项的系统性、规范性和常态化工作。这就要求上市公司对市值管理首先要有一个清晰的界定。从新“国九条”的政策意图看,其鼓励上市公司开展市值管理,更多是提倡形成一种有助于证券市场稳健运行的市值管理观念。因此,监管部门应当发布相关指导性文件,如市值管理白皮书或指引等,以原则为导向,阐述监管机构对市值管理相关事项的倾向性看法和监管要求,引导上市公司树立健康的市值管理理念,制定规范的市值管理制度。

二是从规范市值管理工具的角度遏制不当市值管理行为的发生。考察现有不当的市值管理行为,大多数是对既有的市值管理工具的滥用,如信息披露违规、股权激励不实、员工持股变“员工炒股”、不负责任的跨界并购、随意的高送转,以及与此相伴相生的各类内幕交易和市场操纵等。因此,打击不当的市值管理行为,应当从规范各类市值管理工具出发,防止其披上“市值管理”的外衣后肆无忌惮地突破监管底线,扰乱市场秩序。如,针对并购重组这个市值管理工具,监管部门可通过督促上市公司披露同行业比较信息、适当扩展信息披露的深度和范围,以及强化上市公司在跨界转型中的风险提示等方式,提高信息披露的针对性和有效性。针对股权激励及员工持股计划这一市值管理工具,监管部门应做到加强事中事后监管,一旦出现违

规,予以严惩。特别是对高杠杆员工持股计划进行重点监控,发现在员工持股计划锁定期结束前宣布高送转,或向市场散布虚假利好,并且侵害到中小投资者利益的,加大处罚力度,要求上市公司建立补偿机制,对给投资者造成的损失予以补偿等。

三是创新监管手段,及时发现不当的市值管理行为。市值管理容易被滥用的另一个原因是,市值管理与股价操纵在具体手段上极为类似,其合规性的界限比较模糊,察觉难度大。因此,为及时发现不当的市值管理行为,需对现有监管手段进行创新。如,加强对不同渠道流转信息的手段,扩大信息披露监管的内容和范围,加强对研究报告、市场评论、媒体报道、小道消息等非法定信息披露的监管,查处通过非法发布虚假信息炒作公司股价的行为。其次,适应技术和市场变革新趋势,加强对上市公司市值管理动机的研究,探索通过“大数据”比对等科技化手段,强化信息披露和股票交易的联动监管,及时发现利用市值管理进行内幕交易和市场操纵的行为。

四是完善市场整体运行机制,逐步建立“牛长熊短”的股市运行格局,从根本上改善公司市值。市值管理的核心是价值创造,但表现形式是股价,要从本质上改善公司市值,首先要专注主业,创造内在价值;其次,还要改善市场整体形态,促进“牛长熊短”格局的形成。具体来说,一是要建立资本市场信用体系,实现依法治市;二是要平衡上市与退市,充分发挥市场关于定价、资源配置等的功能,促进价格向价值的理性回归;三是要改善投资者生态,吸引中长期资金入市以稳定市场;四是要完善投资者回报制度,推行股票回购工具的运用,改善分红中的结构性问题;五是合理匹配投资产品与其风险的关系,减少市场上的无风险高回报固定收益类产品,使风险和回报对称化;六是建立公司价值创造的长效机制,包括清晰、稳定的中长期战略,稳定的团队构建,研发机制,稳定及可预期的分红体系;七是要做好投资者关系管理,在信息披露上让投资者能更多地理解公司。

( 本文系作者个人观点,与所在单位无关)